

On the real effects of private equity

Prof. dr. Peter Roosenboom

Inaugural Address Series
Research in Management

On the real effects of private equity

Bibliographical Data and Classifications

Library of Congress Classification
(LCC)
<http://lcweb.loc.gov/catdir/cpso/lcco/lcco.h.pdf>

HF 5001-6182
HF 4001-4280.7
HG4751

Journal of Economic Literature
(JEL)
http://www.aeaweb.org/journal/jel_class_system.html

M
G 3
G32, G34

Gemeenschappelijke Onderwerpsontsluiting (GOO)

Classification GOO

85.00
85.30
85.30

Keywords GOO

Bedrijfskunde / Bedrijfseconomie
Financieel management, Besliskunde
Bedrijfsfinanciering, Risicokapitaal,
Bedrijfsovernames, Management-buy-outs,
redes (vorm)

Free keywords

private equity, venture capital,
entrepreneurial finance, buyouts.

Erasmus Research Institute of Management - ERIM

Rotterdam School of Management (RSM)

Erasmus School of Economics (ESE)

Erasmus Universiteit Rotterdam

Internet: www.erim.eur.nl

ERIM Electronic Series Portal:

<http://hdl.handle.net/1765/1>

Inaugural Addresses Research in Management Series

Reference number ERIM: EIA-2009-040-F&A

ISBN/EAN 978-90-5892-221-2

© 2009, Prof. dr. P.G.J. Roosenboom

Design and layout: B&T Ontwerp en advies (www.b-en-t.nl)

Print: Haveka (www.haveka.nl)

All rights reserved. No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means electronic or mechanical, including photocopying, recording, or by any information storage and retrieval system, without permission in writing from the author(s).

On the real effects of private equity

Inaugural Address

Address given in shortened form at the occasion of accepting the appointment
as Extraordinary professor of Business Administration,
in particular entrepreneurial finance and private equity
on behalf of Vereniging Trustfonds EUR
at the Rotterdam School of Management, Erasmus University Rotterdam
on Friday, September 4, 2009

by

Prof. dr. Peter Roosenboom

Rotterdam School of Management
Erasmus University Rotterdam
P.O. Box 1738
3000 DR Rotterdam
The Netherlands
E-mail: proosenboom@rsm.nl

Samenvatting

Private equity valt niet meer weg te denken uit onze hedendaagse economie. Private equity is een verzamelnaam voor investeerders die risicodragend vermogen ter beschikking stellen aan niet-beursgenoteerde vennootschappen. Private equity heeft wereldwijd in een groot aantal bedrijven geïnvesteerd en is om die reden uitgegroeid tot een belangrijke werkgever. De overnames van bedrijven door private equity investeerders ('buy-outs') liggen echter onder vuur. Politici en journalisten bestempelen private equity investeerders als 'sprinkhanen', 'geldwolven', 'barbaren' en 'roofriders' die bedrijven 'leegroven', belasting ontduiken en werknemers op straat zetten. In het eerste gedeelte van deze oratie bespreek ik deze kritiekpunten op private equity investeerders en wat hier vanuit de wetenschap over gemeld kan worden. Wat klopt er van het beeld dat van private equity in de pers wordt neergezet? Wat weten we over bedrijfsovernames door private equity investeerders en wat (nog) niet?

Zo weten we weinig van de reële ('real') effecten van private equity op land- en bedrijfstakniveau. Hoewel beleidsmakers en de pers doorgaans een negatief oordeel hebben over overnames door private equity investeerders, verwelkomen ze vaak investeringen in startende bedrijven (venture capital). Hierbij wordt aangenomen dat venture capital een nuttige bijdrage levert aan het ondernemersklimaat in Europa en dat venture capital nieuwe ondernemingen financiert die geen of lastiger toegang hebben tot bankfinanciering. In het tweede gedeelte van de oratie worden de resultaten besproken van een recent Europees onderzoek dat ik heb verricht. Hieruit blijkt dat private equity, en in het bijzonder venture capital, inderdaad een positieve impact heeft op het aantal nieuwe ondernemingen dat in een land of bedrijfstak wordt gestart.

Abstract

Private equity has become an increasingly important part of our economy. Around the world the companies owned by private equity investors account for a substantial percentage of Gross Domestic Product (GDP) and private sector employment. These investors have recently been under fire in the media when they takeover companies. Private equity investors are at best seen as 'kings of capitalism' and at worst as 'barbarians' and 'weapons of mass destruction'. The first part of this address contrasts this negative press with what we know about the real effects of private equity from academic studies. In general, private equity seems to be more negatively written about in the media than is warranted based on recent empirical evidence. However, as this address will show the jury is still out on a large number of issues that deserve further attention.

One of the issues we know surprisingly little about is the real effects of private equity. Although policymakers are extremely wary of buy-outs, they tend to welcome venture capital investments. They believe that venture capital helps to close the funding gap faced by small high-growth companies that banks are reluctant to finance. The second part of this address discusses recent research that investigates the impact of private equity on the creation of new businesses in Europe. We find that private equity positively impacts the number of start-up firms at the country and industry level. Especially the availability of venture capital to finance these new ventures has a positive impact on new business creation, as many European policymakers assume.

Content

| | |
|--|-----------|
| Samenvatting | 4 |
| Abstract | 5 |
| Content | 7 |
| 1. Inleiding | 9 |
| 2. Private equity in Europa | 13 |
| 3. Buyouts onder vuur | 17 |
| 4. On the real effects of private equity: New business creation in Europe | 32 |
| 5. Conclusion and future research agenda | 41 |
| Literatuur | 45 |

1. Inleiding

*Mijnheer de Rector Magnificus,
Geacht College van Dekanen,
Distinguished colleagues,
Ladies and Gentlemen,*

Private equity valt niet meer weg te denken uit onze hedendaagse economie. Private equity is een verzamelnaam voor investeerders die risicodragend vermogen ter beschikking stellen aan niet-beursgenoteerde vennootschappen. Private equity wordt onder meer gebruikt voor de financiering van de groei van een niet-beursgenoteerde onderneming (growth capital), overname van een bedrijf of bedrijfsonderdeel waarbij de overnamesom voor een groot gedeelte met leningen wordt gefinancierd (buyout), en het financieren van jonge, startende ondernemingen (durfkapitaal ofwel venture capital). In ruil voor haar investering ontvangt de private equity investeerder een aandelenbelang in de onderneming. Kohlberg, Kravis, Roberts & Co. (KKR), Apax, Blackstone en CVC zijn voorbeelden van buitenlandse private equity investeerders die in ons land actief zijn. Daarnaast zijn er ook vele binnenlandse spelers actief zoals Rabo Private Equity, Egeria, NPM Capital en HAL Investments.

Private equity heeft in een groot aantal Nederlandse bedrijven geïnvesteerd en is om die reden uitgegroeid tot een belangrijke werkgever. Winkelbedrijven zoals V&D, Bijenkorf, HEMA, Selexyz, Hans Anders, Pearle en C1000 zijn in het bezit van private equity investeerders. Auping, Gazelle, Mora, Van Dobben & Kwekkeboom, Iglo, Hak, Jonker Fris, Venco, en Red Band zijn slechts een greep uit de merken die aan bedrijven toebehoren waarin private equity zeggenschap heeft. Tot voor kort was een belangrijk deel van de Nederlandse kranten waaronder NRC Handelsblad, Het Parool, Algemeen Dagblad en Trouw in handen van private equity investeerders. Het Financieel Dagblad, BNR Nieuwsradio, SBS6, Net5, Veronica, en het persbureau ANP zijn nog enkele lopende investeringen in Nederlandse mediabedrijven.

Hoewel private equity geen nieuw fenomeen is, is de omvang van deze investeringen en daarmee de aandacht voor deze investeerders de laatste jaren sterk toegenomen. Cijfers van de Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen (NVP) tonen dat Nederlandse private equity investeerders voor totaal 23,3 miljard euro hebben geïnvesteerd in ruim 1300 bedrijven waarvan drie kwart in Nederland gevestigd. Buitenlandse private equity investeerders participeren in 25 Nederlandse ondernemingen met 130.000 werknemers waarvan 31.000 in Nederland werkzaam zijn. Private equity speelt daarmee een rol van grote economische betekenis. Private equity is verantwoordelijk voor 19% van ons bruto binnenlands product en 6% van de werkgelegenheid in de particuliere sector¹.

Er bestaan echter een aantal punten van zorg rondom dit type investeerders. De geuite kritiek heeft met name betrekking op gevallen waar Angelsaksische private equity investeerders Nederlandse (beursgenoteerde) bedrijven of bedrijfsonderdelen overnemen. Door de pers en beleidsmakers veel aangehaalde voorbeelden zijn de overnames van Vendex (door het Amerikaanse KKR in 2004), uitgeverij PCM (door het Britse Apax in 2004), VNU (door de Britse investeerders Apax en Cinven in 2006), de halfgeleiderproducent NXP (door de Amerikaanse investeerders KKR en Silver Lake Partners in 2006), en vuilophaal en verwerker AVR/van Gansewinkel (door het Amerikaanse KKR en CVC in 2007). Tekenend hiervoor is de door sommigen gemaakte analogie van private equity-partijen met 'sprinkhanen', 'piraten', 'aasgieren', 'geldwolven', 'roofridders' en 'barbaren' die gebruik maken van allerlei trucs om zichzelf te verrijken ten koste van de onderneming waarin ze participeren². Het wordt gezien als uitverkoop van de Nederlandse industrie waarbij met name buitenlandse private equity investeerders als doel hebben om snel veel geld te verdienen aan de doorverkoop van (onderdelen van) de onderneming. Omdat bij de overname meestal gebruik wordt gemaakt van schuldfinanciering bestaan er onder meer zorgen ten aanzien van de verhoogde kans op faillissement indien de schulden niet terugbetaald kunnen worden.

¹ Zie NVP, 2009, *"Ondernemend vermogen: De Nederlandse private equity-markt in 2008"*, rapport.

² Zie bijvoorbeeld "Barbaren? Waar dan? Opkoopfondsen blijven eng en omstreden", Elsevier, 13 september 2008; "Kom in verzet tegen roofridders", NRC Handelsblad, 7 april 2007; "Private equity bedreigt rust in de polder", Het Financieel Dagblad, 7 april 2007; "Niet de werkers maar de geldwolven zijn de baas", NRC Handelsblad, 23 maart 2007, "Barbaarse gewoonten moeilijk af te leren", De Volkskrant, 15 september 2006.

Ook is er kritiek op de mogelijk nadelige effecten van de schuldfinanciering op de winstgevendheid en werkgelegenheid na de overname. Daarnaast bericht de media dat private equity huizen zichzelf speciale dividenden laten uitkeren en daarmee bedrijven 'leegroven'. Bovendien wordt gesteld dat private equity huizen handig gebruik maken van de huidige belastingwetgeving en te weinig belasting betalen.

Mijn leerstoel heeft als opdracht onderzoek te verrichten naar private equity. In het eerste gedeelte van de oratie zal ik daartoe trachten om te komen tot een meer evenwichtig oordeel over overnames door private equity investeerders. Hiertoe zal ik kort stilstaan bij de omvang en groei van private equity investeringen in Europa en in het bijzonder Nederland. Daarna bespreek ik de problemen die volgens de media en beleidsmakers met overnames door private equity investeerders gepaard gaan en wat hier vanuit de wetenschap over gemeld kan worden. Wat zijn de daadwerkelijke ('real') effecten van private equity? Wat weten we over bedrijfsovernames door private equity investeerders en wat (nog) niet? Dit leidt tot een aantal aanbevelingen voor toekomstig onderzoek.

Given the international audience the second part of this inaugural address will be in English. Although policymakers are extremely wary of buy-outs, they tend to welcome venture capital investments. Venture capital takes the form of an equity investment and does not involve debt financing as in the case of buy-outs. This type of private equity is an important source of entrepreneurial finance aimed at the financing of new high-growth companies that are said to disproportionately contribute to entrepreneurship and employment creation, but which face difficulty obtaining bank loans. Policymakers often believe that venture capital helps to close this funding gap.

Venture capital is credited for being at the cradle of leading technology companies in the United States, such as Microsoft, Intel, Apple, eBay, Yahoo and Google as well as biotechnology giants such as Amgen, Genentech and Genzyme. More recently venture capital has been ploughed into companies that develop green technologies to purify water, provide clean air and sustainable energy. Europe has been slow to catch up although recent success stories include Skype (Luxembourg), Actelion Pharmaceuticals (Switzerland), solar cell manufacturer Q-cells (Germany) and Bluetooth technology company CSR (UK). The European Union and national governments stimulate venture capital investments in an attempt to make Europe a hotbed for entrepreneurship (Gilson, 2003).

In the second part of this address I will discuss a joint paper together with Alexander Popov of the European Central Bank (ECB). We empirically investigate whether private equity investment has a positive impact on new business creation at the country and industry level, as many European policymakers seem to assume. This contributes to a better understanding of the 'real' effects of private equity in Europe. I then conclude the address with my future research agenda and a word of thanks.

2. Private equity in Europa

In de Verenigde Staten bestaat al tientallen jaren een omvangrijke private equity sector. Zo werd in de Verenigde Staten een bedrag van \$485 miljard in private equity geïnvesteerd in 2007 (71% van de \$685 miljard die in dat jaar wereldwijd in private equity werd geïnvesteerd)³. In Europa is deze ontwikkeling pas later op gang gekomen. In dit onderdeel van de oratie wil ik daarom graag een kort overzicht geven van de groei en de omvang van private equity in Europa om zo de Nederlandse private equity markt in Europees perspectief te plaatsen. Hierbij maak ik gebruik van gegevens van PEREP_Analytics, een platform verbonden aan de European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) dat gegevens verzamelt over private equity in Europa en waar ik als lid van de Governing Board bij betrokken ben.

Tegenwoordig zijn veel professionele private equity fondsen georganiseerd als een zogeheten limited partnership waarbij geld wordt ingebracht door institutionele beleggers (limited partners) en beheerd wordt door een fondsmanager (general partner) die meestal een klein gedeelte van het kapitaal inlegt (1%). De institutionele beleggers die in private equity beleggen zijn pensioenfondsen (hiermee beleggen de meeste mensen dus indirect in private equity), beleggingsmaatschappijen (fund of funds), banken en verzekeringsmaatschappijen (in die volgorde). De fondsmanager ontvangt een jaarlijkse vergoeding van 2-3% van het beheerde vermogen en 20% van de eventuele winst die het private equity fonds behaald heeft (de zogeheten 'carried interest'). Deze private equity fondsen hebben een beperkte levensduur van gemiddeld tien jaar. Het door institutionele beleggers gecommitteerde vermogen wordt doorgaans niet in één keer opgevraagd maar pas wanneer zich interessante investeringsmogelijkheden voordoen. De institutionele beleggers verlangen uiteraard een rendement op hun investering in het fonds. Kenmerkend voor private equity investeringen is daarom dat men naar verloop van tijd het aandelenbelang in de onderneming weer wil verkopen. Dit kan onder meer via een beursgang, verkoop aan een andere onderneming in de bedrijfstak (trade sale) of door de aandelen te verkopen aan een andere private equity investeerder (secondary buyout). Dit gebeurt doorgaans in de tweede helft van de looptijd van het private equity fonds. Op het einde van de tienjarige looptijd wordt het fonds opgeheven.

³ Zie IFSL Research, 2008, "Private equity 2008", rapport.

Indien het fonds goede beleggingsprestaties heeft laten zien zullen de institutionele beleggers bereid zijn om ook in andere fondsen die door de general partner beheerd worden te beleggen. Nederlandse voorbeelden zijn de Gilde Buyout fondsen en de fondsen beheerd door Greenfield Capital Partners.

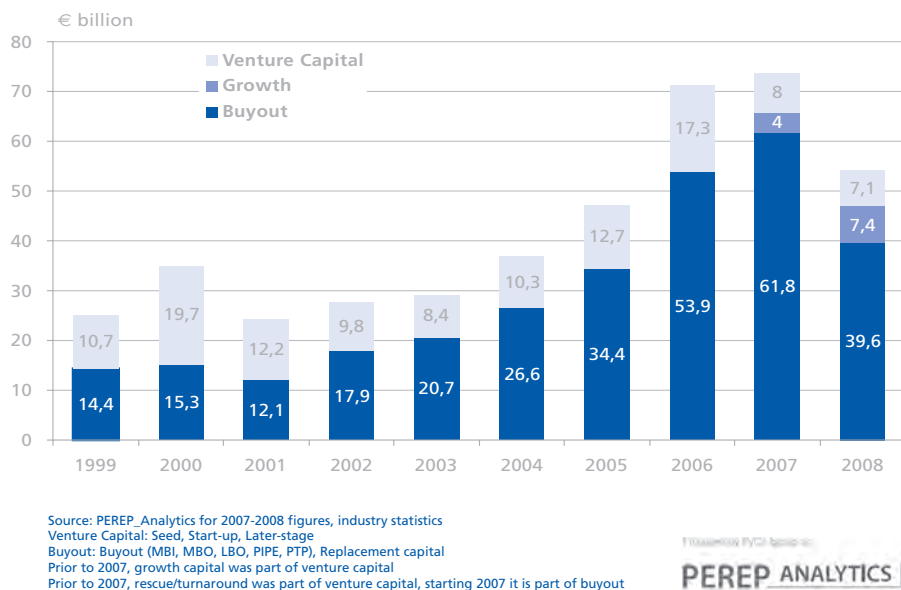
Naast de veelgebruikte limited partnerships bestaan ook een klein aantal beurs-genoteerde private equity fondsen die geld kunnen ophalen op de beurs. Voorbeelden zijn 3i, KKR en GIMV. Ook zijn er private equity fondsen die geen geld hoeven aan te trekken van institutionele beleggers omdat ze onderdeel uitmaken van één enkele financiële instelling die geld in het fonds heeft gestoken, de zogeheten captives. Nederlandse voorbeelden hiervan zijn Rabo Private Equity en ABN AMRO Participaties.

In 2008 werd er 54,1 miljard euro geïnvesteerd in 5.986 Europese bedrijven. Ongeveer driekwart van de investeringen werd gedaan in kleine tot middelgrote ondernemingen. In Nederlandse bedrijven werd er in dat jaar 2,66 miljard euro in 284 ondernemingen geïnvesteerd. Als we kijken naar de historische ontwikkeling van private equity in Europa zien we dat vooral in de afgelopen drie jaar sprake is van een grote groei. Figuur 1 laat zien dat hoewel in 2008 het in Europese ondernemingen geïnvesteerde bedrag is gedaald ten opzichte van 2007, er in de laatste drie jaar net zoveel geïnvesteerd is als in de voorliggende zeven jaar.

Met name het bedrag dat in buyouts (inclusief replacement capital en turnaround) is belegd is in 2008 sterk gedaald van 61,8 miljard euro in 2007 tot 39,6 miljard euro aan eigen vermogen in 2008. De buyouts in 2008 vertegenwoordigen een transactiewaarde van 96 miljard euro onder bijtelling van de schuldfinanciering en het eigen vermogen geïnvesteerd door niet-private equity partijen. Er is daarmee door private equity investeerders 39% eigen geld gebruikt ter financiering van de buyouts. In 2006-2007 bedroeg dit percentage voor de mega buyouts in Europa slechts 20% en is in 2008 gestegen naar 32% doordat de kredietcrisis de beschikbaarheid van schuldfinanciering heeft verminderd. In Nederland werd in 2008 voor 1,9 miljard euro eigen vermogen in 67 buyouts geïnvesteerd.

Er is een opmerkelijke stijging van growth capital waarbij de groei van niet-beursgenoteerde ondernemingen verder wordt gefinancierd. Dit steeg van 4 miljard euro in 2007 tot 7,4 miljard euro in 2008. In Nederland werd voor 206,7 miljoen euro aan groei financiering verschaft in 2008. Het bedrag aan venture capital investeringen is

relatief stabiel. In 2008 is er 7,1 miljard euro geïnvesteerd in venture capital (tegenover 8 miljard in 2007). In Nederland werd in 2008 385,2 miljoen euro in startende bedrijven geïnvesteerd.



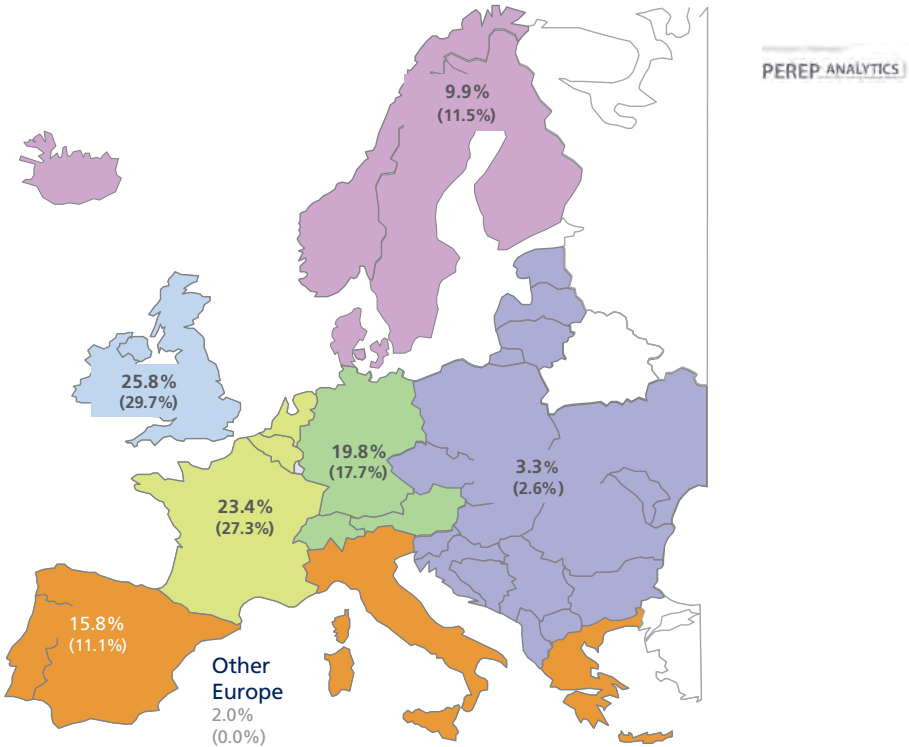
Figuur 1: Ontwikkeling van private equity geïnvesteerd in Europa

Het is belangrijk op te merken dat het aantal venture capital en groeifinancieringen het aantal investeringen in buyouts in elk jaar overtreft. Venture capital en groei investeringen zijn in aantallen dus veel belangrijker dan in bedragen. Omdat het begrijpelijkerwijs per investering om relatief kleine bedragen gaat maken venture capital en groei investeringen slechts 26% van het totale bedrag aan private equity investeringen uit. Echter in het aantallen gaat het om meer dan 80% van het totaal aantal private equity investeringen.

In welke landen wordt het meest geïnvesteerd?

Het grootste deel van het geïnvesteerde bedrag komt terecht in het Verenigd Koninkrijk en Ierland (25,8%) gevolgd door de Benelux en Frankrijk (23,4%), Duitsland, Oostenrijk en Zwitserland (19,8%) en de landen in Zuid-Europa (15,8%). Zie Figuur 2.

Nederland heeft een aandeel van 5%. De top 3 sectoren waarin in 2008 venture capital wordt geïnvesteerd zijn biotechnologie bedrijven (1,3 miljard euro), energie en milieu (1,25 miljard euro) en computer en consumenten elektronica (1,2 miljard euro). Voor buyouts gaat het om zakelijke en industriële producten (8,5 miljard euro), consumentengoederen en detailhandel (6,3 miljard euro) en communicatie en media (4,7 miljard euro).



Figuur 2: Geografische spreiding van private equity investeringen in Europa in 2008
(2007 tussen haakjes)

3. Buyouts onder vuur

De definitie van buyouts kan worden geïllustreerd aan de hand van de dialoog tussen F. Ross Johnson, bestuursvoorzitter van voedingsmiddelen- en sigarettenproducent RJR Nabisco en zijn vrouw Laurie in de echtelijke slaapkamer van de Johnsons in 1988.

Laurie: 'Beloof je dat je me niet dom vindt?'

F. Ross: 'Natuurlijk niet. Maar ik heb mijn beloftes wel eens gebroken.'

Laurie: 'Er is zoveel dat ik niet snap. Bijvoorbeeld die buy-out dingen waar je het altijd over hebt.'

F. Ross: 'Schatje, de helft van de mensen die erbij betrokken zijn snappen het niet eens. Maar buy-outs zijn niet zo ingewikkeld. Het komt erop neer dat het management het clubje dat het bedrijf runt alle aandeelhouders uitkoopt, en dat het bedrijf dan niet meer aan de beurs genoteerd staat maar in privé handen komt.'

Laurie: 'Kost dat niet heel veel geld om alle aandelen te kopen?'

F. Ross: 'Precies, en dáár komen die private equity jongens als Henry Kravis van KKR om de hoek kijken. Ze helpen je om dat geld te lenen. En het bedrijf gebruiken ze als onderpand.'

Laurie: 'Dus het is net zoiets als een hypotheek nemen op je bedrijf?'

F. Ross: 'Heel knap schatje, dat is het. Een hypotheek van 17 miljard.'

Het bovenstaande gesprek is vrij vertaald uit het boek *Barbarians at the Gate*⁴ over de overname van het voedingsmiddelen en tabaksconcern RJR Nabisco door private equity investeerder Kohlberg, Kravis, Roberts & Co. (KKR) voor een mega bedrag van 31 miljard dollar⁵. Inmiddels hebben er zelfs grotere buyouts plaatsgevonden zoals de buyout van het Amerikaanse nutsbedrijf TXU voor een bedrag van 44,4 miljard dollar door opnieuw KKR en private equity investeerder Texas Pacific Group (TPG). Daarmee spelen private equity investeerders een belangrijke rol op de fusie- en overnamemarkt. Volgens onderzoeksbureau Dealogic werd in de periode 2005-2006 een vijfde van alle overnames gepleegd door private equity investeerders⁶. Inmiddels is dit in het tweede kwartaal 2009 gedaald tot 5% doordat het lastiger is om de overnames met schuld te financieren als gevolg van de kredietcrisis⁷.

⁴ Burrough, B. en J. Helyar, 1990, *Barbarians at the gate: The fall of RJR Nabisco*, New York: Harper & Row.

⁵ "Hoe gevaarlijk is private equity?", *Intermediair*, 5 september 2006.

⁶ OECD, 2007, *"The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance: Synthesis of Research on Private Equity Firms and Activist Hedge Funds"*, rapport.

⁷ Zie GIMV, jaarverslag 2008-2009.

In de media en politiek zijn de overnames door private equity investeerders omstreden. De verhitte discussie wordt daarbij vaak gedomineerd door de overnames van Nederlandse bedrijven door Angelsaksische private equity investeerders. Krantenkoppen zoals “Uitverkoop van Hollands Glorie” of “Bedrijven geplunderd door financiële barbaren” zijn hierbij geen uitzondering⁸. Joop Wijn, de toenmalig Minister van Financiën, noemde buitenlandse private equity investeerders destijds “kaalvretende sprinkhanen” die “onze” bedrijven opkopen, kaalplukken en doorverkopen⁹. Er is tevens toenemende kritiek op het geld dat door de ‘buyout billionaires’ verdiend wordt. Zo wordt geschat dat Henry Kravis van KKR meer dan \$1,2 miljoen per dag (\$50.000 per uur) verdient mede omdat hij een lager percentage inkomstenbelasting verschuldigd is dan de gemiddelde Amerikaanse werknemer¹⁰.

Ik wil een aantal van deze punten van kritiek bespreken en dit vergelijken met wat we vanuit recente wetenschappelijke studies weten over de daadwerkelijke (‘real’) effecten van private equity. Klopt het beeld dat van deze investeerders in de media en politiek wordt geschetst? Als onderdeel van deze discussie zijn er ook een aantal punten waar we vooralsnog weinig over kunnen zeggen en die aanknopingspunten bieden voor toekomstig wetenschappelijk onderzoek.

Een kanttekening is dat het merendeel van de wetenschappelijke studies betrekking heeft op buyouts in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk en niet in Nederland. De maatschappelijke discussie in Nederland heeft echter met name betrekking op nu juist deze Angelsaksische investeerders die Nederlandse bedrijven overnemen en niet zo zeer op de private equity investeerders van eigen bodem. Zolang die Angelsaksische investeerders in Nederland niet anders te werk gaan dan wanneer ze ondernemingen in eigen land overnemen kunnen de bevindingen vanuit deze wetenschappelijke studies wellicht ons inzicht vergroten in de werkwijze van buitenlandse private equity fondsen in ons land.

⁸ Zie bijvoorbeeld “Bedrijven in de uitverkoop”, Elsevier, 28 juli 2007; “Het jaar van de uitverkoop”, BN/De Stem, 29 december 2007, “Nederlandse bedrijven in de ramsj”, Telegraaf, 14 juli 2007.

⁹ “Politicus of sprinkhaan”, FEM Business, 26 augustus 2006.

¹⁰ zie www.warongreed.org

Kritiekpunt 1: Private equity investeerders zijn 'fast-buck artists'

Een veelgehoord punt van kritiek is dat private equity investeerders fast-buck artists zijn. Ze willen snel veel geld verdienen.

Snoepen uit de pot

Een voorbeeld betreft het zich laten uitkeren van speciale dividenden. Na de overname dwingen ze de portefeuilleonderneming haar kasgeld gedeeltelijk uit te laten keren aan het private equity fonds in de vorm van een super dividend. Een voorbeeld betreft autoverhuurder Hertz. "In December, 2005 Carlyle along with Clayton, Dubilier & Rice, and Merrill Lynch bought out Hertz from the Ford Motor Co. Carlyle contributed approximately \$750 million in equity. In June 2006, the sponsors paid themselves a special dividend of \$1 billion, and in November 2006, less than one year after buying the company, they took it public, while retaining a two-thirds stake in the company. For its \$750 million investment, Carlyle received proceeds totaling more than \$400 million, while its remaining stake was worth \$1.3 billion at the time of the IPO. That adds up to a return of 128 percent in less than one year's time."¹¹. Daarnaast wordt gemeld dat private equity huizen zich door ondernemingen fors laten betalen voor hun adviezen. Er bestaat relatief weinig onderzoek naar deze speciale dividenden en vergoedingen voor adviezen. Een uitzondering is de studie van Vinten (2007) die aantoonde dat voor Deense overnames er gemiddeld sprake is van een stijging van dividenden die worden uitgekeerd aan de nieuwe private equity eigenaren.

Grote passen, snel thuis

Daarnaast wordt kritiek geuit op het feit dat private equity huizen snel geld zouden verdienen met het kopen van ondergewaardeerde aandelen op de beurs om deze later bij een verbeterd beursklimaat weer te verkopen. Tegenwoordig is er kritiek op deze handelswijze waarbij private equity investeerders hun investeringen 'flippen'. Zo bracht KKR het Duitse chemiebedrijf Celanese met flinke winst naar de beurs na het nog geen jaar in bezit te hebben gehad en zonder noemenswaardige veranderingen in de bedrijfsvoering te hebben doorgevoerd (Cao and Lerner, 2009). Andere voorbeelden zijn de autoverhuurder Hertz en de luchtvaartmaatschappij Ryanair die ook kort na een overname door private equity weer op de beurs werden geïntroduceerd. "TPG made a sevenfold return on its \$42 million investment in a one-year quick flip of European air carrier Ryanair in the late 1990s.

¹¹ Zie SEIU, 2007, "*Behind the Buyouts: Inside the world of private equity*", rapport.

Michael O’Leary, president of Ryanair, offered his take on what happened: “[Bonderman] was looking for dumb companies that didn’t realize they were on to a good thing. He kind of raped us. He got 20 percent for pretty much nothing. Sold us in ‘97 and made a fortune.”¹². Deze ‘quick flips’ gebeuren echter bij hoge uitzondering¹³. Gemiddeld duurt het drie tot vijf jaar voordat een private equity investeerder zijn investering verzilverd (Wright, Gilligan en Amess, 2008). Strömberg (2008) rapporteert zelfs dat ongeveer 70% van de ondernemingen vijf jaar of langer in bezit blijft van private equity investeerders. Slechts 9% van de ondernemingen is binnen twee jaar doorverkocht. De ‘quick flips’ met een exit korter dan 1 jaar gebeuren slechts in 2% van de gevallen. Bovendien blijkt uit onderzoek dat ‘quick flips’ in de periode 1996-2003 niet significant slechter presteren dan ondernemingen waarin private equity huizen de aandelen langer hebben aangehouden (Cao en Lerner, 2009).

Verkoop van tafelzilver

Een andere manier waarop private equity investeerders snel geld kunnen verdienen betreft het opdelen van een onderneming om daarna de bedrijfsonderdelen aan de hoogste bieder te verkopen. Dit proces staat bekend als ‘asset-stripping’ waarbij bedrijfsonderdelen worden afgestoten die men niet langer tot de kernactiviteiten vindt behoren. Het rendement wordt bij deze strategie behaald indien de verkoopopbrengst van de bedrijfsonderdelen hoger is dan de overnameprijs die voor de onderneming als geheel is betaald. Een voorbeeld is Maxeda (het voormalige VendexKBB concern). In 2004 betaalde private equity investeerders 2,4 miljard euro voor dit bedrijf. Hierna werden de winkelpanden van HEMA, V&D en Bijenkorf verkocht voor 1,4 miljard euro en werden winkelketens zoals Dixons, Dynabyte voor een half miljard van de hand gedaan. De verkoop van HEMA bracht 1,25 miljard op. De verkoopopbrengst van alleen deze bedrijfsonderdelen bedroeg in 2007 reeds 4,1 miljard euro meer dan de aanschafprijs van het hele VendexKBB concern. Dit zou een potentieel rendement van 200% kunnen betekenen voor de private equity investeerders¹⁴.

¹² Zie SEIU, 2007, *“Behind the Buyouts: Inside the world of private equity”*, rapport.

¹³ OECD, 2007, *“The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance: Synthesis of Research on Private Equity Firms and Activist Hedge Funds”*, rapport.

¹⁴ Zie “Investeren Maxeda is terugverdiend”, NRC Handelsblad, 17 maart 2007 en “Maxeda levert in stukjes meer op: Investeerders in winkelbedrijf verdienen hun geld in paar jaar ruim terug”, NRC Handelsblad, 5 juni 2007.

Maar hoe vaak komen dergelijke verkopen van bedrijfsonderdelen eigenlijk voor? Levert dit een belangrijke bijdrage aan het rendement dat private equity investeerders op hun investering behalen? Guo, Hotchkiss en Song (2009) bestuderen een steekproef van 94 Amerikaanse ondernemingen die in de periode 1990-2005 zijn overgenomen en een transactiewaarde hadden van meer dan \$100 miljoen. De onderzoekers vinden dat 34 van de 94 (36%) Amerikaanse ondernemingen in hun steekproef activa verkopen in de drie jaar na de overname. Deze verkopen leveren een opbrengst op van 22% van het bedrag dat voor de overname is betaald. Acharya, Hahn en Kehoe (2009) vinden dat 13 van de 66 (19%) Britse buyouts in hun steekproef gedurende 1996-2004 activa hebben verkocht. Beide studies vinden echter dat het verkopen van bedrijfsonderdelen het rendement op de investering verlaagt! Dit staat haaks op de kritiek dat dergelijke verkopen bijdragen aan buitensporige rendementen. Het lijkt erop dat het verkopen van bedrijfsonderdelen met name plaatsvindt bij overnames van aanvankelijk inefficiënte bedrijven. Hoogleraar Elmer Sterken van de Rijksuniversiteit Groningen heeft dit de wegwachtfunctie van private equity genoemd. Slechtdraaiende bedrijven worden van de weg gehaald en gesaneerd, de motor wordt vervangen en de weggebruiker weer op pad gestuurd¹⁵. Buyout ondernemingen stoten meer ongerelateerde divisies af (back-to-the-core business) met een kleinere en meer gefocuste onderneming tot gevolg (Wiersema en Liebenskind, 1995). Deze hernieuwde strategische focus van de onderneming (Seth en Easterwood, 1993) wordt tevens aangedragen als een belangrijke reden voor de verbeterde operationele prestaties na de buyout. Het is ook belangrijk op te merken dat ondernemingen met grote regelmaat zelf bedrijfsonderdelen afstoten (Eckbo en Thornburn, 2008). Hierbij treden private equity investeerders weer op als koper. Zo heeft bijvoorbeeld het Britse Permira de diepvriesafdeling (Mora, Iglo) van Unilever gekocht in 2006. Het verkopen van activa en divisies brengt doorgaans een verscherpte focus aan in het resterende bedrijf (Eckbo en Thornburn, 2008).

Kortom, private equity investeerders zijn meestal voor een langere periode gecommitteerd zijn aan de bedrijven waarin ze investeren. Het afstoten van bedrijfsonderdelen is lang niet altijd aan de orde. Onderzoeken wijzen uit dat het gaat om 20 tot 35% van de gevallen en dat dit niet een manier is die op grote schaal gebruikt wordt om extra rendement te behalen op de investering. Meer onderzoek naar het betalen van speciale dividenden en vergoedingen aan private equity investeerders is gewenst.

¹⁵ Zie <http://www.kennislink.nl/publicaties/toezicht-op-hedge-funds>

Kritiekpunt 2: Private equity zorgt voor banenverlies

De discussie in de media spitst zich vaak toe op het controversiële effect van buyouts op de werkgelegenheid. Er wordt gesteld dat de buyout voordelen oplevert voor de aandeelhouders die tegen een mooie prijs hun aandelen aan de private equity investeerder hebben verkocht. Meestal koopt het bestuur zich in bij de overname en/of krijgen zij een bonus bij verkoop van de onderneming waardoor hun belangen niet stroken met die van werknemers. Werknemers betalen volgens de tegenstanders van private equity de rekening. De private equity investeerders zijn roofkapitalisten die het bedrijf in onderdelen doorverkopen en leegroven, aldus de media¹⁶. Na overname krimpt de onderneming in en volgen massaontslagen of verslechterde arbeidsomstandigheden, zo wordt geredeneerd. Onderzoeken uitgevoerd in opdracht van belangenverenigingen van private equity investeerders laten echter onverminderd een stijging van de werkgelegenheid zien¹⁷. Een kanttekening bij deze onderzoeken is echter dat de gegevens afkomstig zijn van een enquête waarbij alleen de nog bestaande en dus veelal succesvolle buyout ondernemingen hebben gereageerd. Daarnaast worden naast buyouts ook vaak startende ondernemingen in het onderzoek betrokken.

Engeltjes of bengeltjes?

Deze tegenstrijdige bevindingen doen zich tevens voor in de wetenschappelijke literatuur. Er zijn studies die een stijging van werkgelegenheid en salarissen en betere relaties met werknemers na een management buyout rapporteren in Nederland en het Verenigd Koninkrijk (Bruining, Boselie, Wright en Bacon, 2005; Amess en Wright, 2007). Wiersema en Liebenskind (1995) vinden daarentegen dat de werkgelegenheidsgroei van Amerikaanse buyouts in de jaren tachtig achterblijft bij die van ondernemingen die hun beursnotering behouden. Lichtenberg en Siegel (1990) rapporteren dat werkgelegenheid en salarissen van niet-fabrieksarbeiders dalen na de buyout. De werkgelegenheid van fabrieksarbeiders blijft onaangetast. In een meer recente studie vinden Davis, Haltiwanger, Jarmin, Lerner and Miranda (2009) dat de werkgelegenheid bij bestaande bedrijfsonderdelen afneemt in de eerste drie jaren na de buyout. Dit heeft met name te maken met het afstoten van bedrijfsonderdelen.

¹⁶ "Roofkapitalisme: Europees Parlement weet actie af te dwingen: Opkopen en leegzuigen straks voorbij", *Algemeen Dagblad*, 24 september 2008.

¹⁷ Zie bijvoorbeeld AIFI, 2001, "*The economic impact of management leveraged buy-out*", rapport; NVP, 2004, "*Studie naar de economische en sociale effecten van buyouts in Nederland*", rapport; AFIC, 2007, "*L'impact social des opérations de LBO en France*", rapport.

Daar staat nieuwe werkgelegenheid tegenover bij nieuw opgerichte en overgenomen divisies. In het vierde en vijfde jaar na de overname is er een groei van de werkgelegenheid. Nathusius and Achleitner (2009) bieden in hun recente studie met de veelzeggende titel ‘Angels or Demons?’ een overzicht van 49 studies die naar de werkgelegenheidseffecten van buyouts zijn verricht. Zij komen tot de conclusie dat het niet mogelijk is om private equity investeerders als ‘angels’ of ‘demons’ te bestempelen gelet op de grote verscheidenheid aan strategieën die door private equity investeerders worden toegepast en de uiteenlopende bevindingen van de verschillende onderzoeken.

De effecten op de werkgelegenheid zijn moeilijk vast te stellen wanneer bedrijfs-onderdelen worden afgestoten en andere bedrijven worden overgenomen in de periode na de buyout. Bovendien is het lastig om het effect van private equity voor de economie als geheel vast te stellen. Zelfs in het geval de individuele buyout onderneming werknemers ontslaat kan dit op macro-niveau alsnog bijdragen aan groei en daarmee werkgelegenheid door een efficiëntere allocatie van kapitaal en arbeid¹⁸. Er bestaat daarom behoefte aan wetenschappelijk onderzoek inzake deze macro-economische effecten van private equity.

Kritiekpunt 3: Private equity investeerders voegen geen waarde toe

Een derde kritiekpunt is dat private equity geen waarde zou toevoegen aan de ondernemingen waarin ze participeren. Volgens private equity fondsen zelf leveren ze wel degelijk een nuttige bijdrage. Hoe doen ze dat?

Opstrakken

Om te beginnen kan de efficiency van de bedrijfsvoering worden verbeterd, het zogeheten ‘opstrakken’. Hierbij kan gedacht worden aan kostenbesparingen zoals het schrappen van overbodige managementfuncties en het beter samenwerken tussen bedrijfsonderdelen. Er wordt daartoe nauwlettend toezicht gehouden op de onderneming door één of meer commissarissen die namens de private equity investeerders zitting hebben in de Raad van Commissarissen (Cornelli en Karakas, 2008) en mede een nieuwe strategie uitstippelen voor het bedrijf (Acharya, Kehoe en Reyner, 2009).

¹⁸ OECD, 2007, “*The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance: Synthesis of Research on Private Equity Firms and Activist Hedge Funds*”, rapport

Dit betekent frequent rapporteren aan de private equity investeerder en een grotere cijfermatige focus. “Voortdurend moet je uitzoeken of iets efficiënter kan, of het werkkapitaal anders kan worden benut.” zegt Hans van Ierland, managing partner bij Holland Corporate Finance dat veel middelgrote buyouts in Nederland begeleidt¹⁹. Om bij het voorbeeld van Maxeda te blijven. De private equity investeerders hebben hier de logistieke functie verbeterd zodat er minder dure voorraden aangehouden hoeven te worden. Daarnaast krijgen leveranciers nu pas binnen zestig dagen betaald in plaats van dertig. Dat leverde in één keer honderd miljoen euro op²⁰. Een ander voorbeeld zijn de kabelbedrijven @Home, Multikabel en Casema die in 2006 en 2007 werden overgenomen door Cinven en Warburg Pincus, en daarna samengevoegd werden tot Ziggo. Door allerlei ondersteunende diensten van de kabelbedrijven, waaronder administratie en klantenservice, in elkaar te schuiven, worden kosten bespaard²¹.

De bomen groeien tot in de hemel

Naast het verbeteren van de efficiency kan geld worden verdiend door de onderneming harder te laten groeien. Dit vereist veelal een actieve houding van private equity investeerders. De best presterende private equity investeerders hebben dan ook analisten in dienst die diepgaand onderzoek verrichten naar de groeimogelijkheden van de doelwitvennootschap alvorens een bod op de onderneming wordt uitgebracht (Mankins, 2007). De private equity investeerder stelt zich hierbij op als partner van het management en biedt toegang tot haar ondersteunend netwerk en denkt mee over de bedrijfsvoering. Deze actieve inbreng van private equity investeerders en organische groei dragen bij aan het verhogen van de ondernemingswaarde (Acharya, Hahn en Kehoe, 2009). Zo worden na een buyout nieuwe producten ontwikkeld en meer nieuwe markten aangeboord (Wright, Thompson en Robbie, 1992; Bruining en Wright, 2002).

Tegenwoordig is er sprake van een buy-and-build of leveraged build-up strategie waarbij een horizontale bedrijfstakconcentratie wordt nagestreefd (Smit, 2004). Nadat de private equity investeerder een onderneming in een bepaalde bedrijfstak heeft overgenomen volgen vervolg-acquisities die tot doel hebben om synergie voordelen tussen de verschillende bedrijven te realiseren. Een voorbeeld is de opticiens Pearle die door middel van een aantal vervolg-acquisities sterk is in omvang is gegroeid. Ook een

¹⁹ “De tucht van private equity”, Management Scope, 31 augustus 2007.

²⁰ “Hoe gevaarlijk is private equity?”, Intermediair, 5 september 2006.

²¹ “Barbaren? Waar dan? Opkoopfondsen blijven eng en omstreden”, Elsevier, 13 september 2008.

verticale buy-and-build strategie is mogelijk waarbij bedrijven in dezelfde bedrijfskolom worden samengevoegd. Een voorbeeld in Nederland betreft de afvalophaler Van Gansewinkel en de afvalverwerker AVR die door private equity investeerder KKR zijn gefuseerd (Smit en van den Berg, 2007). Deze vervolg-acquisities vinden steeds vaker plaats. In de Buy-and-Build Monitor van PPM Capital wordt melding gemaakt van een toename van 45 transacties in 2001 tot 385 transacties in 2007. Ongeveer 10% van met private equity gefinancierde ondernemingen past deze strategie toe. Recente studies tonen aan dat een dergelijke externe groeistrategie kan bijdragen aan het succes van buyouts (Nikoskelainen en Wright, 2007; Guo, Hotchkiss en Song, 2009; Chapman en Klein, 2009).

Wie zoet is krijgt lekkers, wie stout is de roe

Tot slot worden het management en de werknemers geprikkeld om harder te werken door hen resultaatafhankelijk te belonen of mede-eigenaar van de onderneming te maken. Managers investeren vaak een aanzienlijk gedeelte van hun persoonlijke vermogen in de onderneming. Voor middelgrote bedrijven kan dit oplopen tot twee keer het jaarsalaris²². Dit speelt tevens een belangrijke rol bij de waardecreatie. Een manager van supermarktketen Safeway dat in 1986 een buyout onderging merkt op: “[T]he transformation from being managers to co-owners may have been the most powerful stimulus of all [...]. It was now, after all, our money, too” (Magowan, 1989, pagina 14). Een ander voorbeeld is ALcontrol Laboratories, het grootste onafhankelijke laboratorium van Nederland op het gebied van milieu, bouwstoffen en voedingsmiddelen, dat in 2000 werd overgenomen door de Britse private equity investeerder Bridgepoint en later doorverkocht werd aan Candover. De bestuursvoorzitter merkt hierover op: “Ze willen goede mensen juist behouden. Sterker, ze bieden medewerkers tegen aantrekkelijke condities een stake aan. 17,5 procent werd verdeeld, waarvan drie procent voor de bestuursvoorzitter was.”²³ De prestaties na de buyout verbeteren door een beter gemotiveerd management die de groeimogelijkheden van de onderneming beter weet te benutten (Bull, 1989). Dit kan eveneens helpen om de kans op faillissement te verkleinen (Wright, Wilson, Robbie en Ennew, 1996).

²² Boston Consulting Group, 2006, “What public companies can learn from private equity”, rapport.

²³ “Private equity: zeven misstanden ontzenuwd”, Management Scope, 23 juli 2008.

Daarnaast houden private equity investeerders management scherp in de gaten zodat bij achterblijvende resultaten snel kan worden ingegrepen door bijvoorbeeld het zittende management te vervangen (Cotter en Peck, 2001). Tweederde van deze interventies zijn succesvol en zorgen ervoor dat het bedrijf weer voldoet aan de verwachtingen²⁴.

Waardetoevoeging?

Voegt dit alles waarde toe? Wetenschappelijk onderzoek toont aan dat de financiële prestaties na de buyout doorgaans verbeteren (o.a. Cressy, Munari en Malipiero, 2007; Guo, Hotchkiss en Song, 2009). Uit een onderzoek uitgevoerd onder 50 buyouts blijkt dat 63% van de waardecreatie tot stand is gebracht doordat het bedrijf beter presteert dan de bedrijfstakgenoten (Heel en Kehoe, 2005). Slechts vijf procent van de waarde is afkomstig van arbitrage en 32 procent van verbeterde marktomstandigheden en het verhogen van de schuldenlast. De meeste waarde wordt gecreëerd indien de private equity investeerder minstens de helft van haar tijd besteed aan de onderneming gedurende de eerste honderd dagen na de buyout.

Ook nadat het bedrijf opnieuw op de beurs is geïntroduceerd en de private equity investeerder (een gedeelte van) zijn aandelen heeft verkocht presteren buyout ondernemingen beter dan reguliere beursintroductions (Cao en Lerner, 2009). Kanttekening is dat alleen relatief succesvolle buyout bedrijven voor een beursintroduktion in aanmerking komen. Verschillende studies rapporteren een stijging van de productiviteit na een buyout (Lichtenberg en Siegel, 1990; Amess, 2002, 2003; Harris, Siegel en Wright, 2005). Deze bevindingen geven, een uitzondering daargelaten, een positiever beeld van private equity dan hetgeen in de media en politiek geschetst wordt. Hoewel het leegroven van bedrijven niet op grote schaal lijkt te gebeuren is het wel zo dat weinig onderzoek gedaan is dat de prestaties van ondernemingen bekeken heeft nadat de private equity investeerders hun aandelenbelang hebben verkocht. Hoe vergaat het de ondernemingen die schulden moeten afbetalen nadat de private equity huizen hun aandelenbelangen hebben doorverkocht?

²⁴ Ernst & Young, 2006, "How do European private equity investors create value?", rapport.

Kritiekpunt 4: Schuldfinanciering is een zware molensteen

Een vierde kritiekpunt is dat de schuldfinanciering bij de overname van het bedrijf een te zware druk legt op de portefeuilleonderneming. Gemiddeld wordt 70 tot 75 procent met leningen gefinancierd (Axelson, Jenkinson, Strömberg en Weisbach, 2007). Waarom doen private equity investeerders dit? Wat zijn de voordelen voor de private equity investeerder?

Management in keurslijf

Het financieren met vreemd vermogen heeft een disciplinerend effect op het management. Door het verhogen van de schuldenlast wordt de vrij besteedbare kasstroom beperkt waardoor het management aangezet wordt tot een efficiënte bedrijfsvoering en verscherpte focus (Jensen, 1986). De financieel directeur van Axon Digital Design, een Nederlandse televisie-studio apparatuur overgenomen door o.a. Amerikaanse private equity investeerder Goldman Sachs in 2007 merkt hierover op: “Door het strakke schema van aflosmomenten en rentebetalingen moet ik veel meer naar de cashflows kijken dan voorheen. Toen konden we ons permitteren om bank te spelen voor onze klanten. We keken hooguit een maand vooruit. Nu is dat al zes maanden.”²⁵

Schuld krypt rendement met hefboom op

Door het financieren met leningen kan de rentabiliteit op het eigen vermogen worden vergroot. Dit effect staat bekend als het financiële hefboomeffect. Het Engelse woord voor hefboom is lever. De overnames van bedrijven door private equity huizen heten daarom ook wel leveraged buy-outs. Een eenvoudig voorbeeld ter illustratie. Een private equity investeerder die 100 miljoen euro winst behaalt op een zelf geïnvesteed kapitaal van 1 miljard euro maakt 10% rendement. Als diezelfde private equity investeerder 500 miljoen euro van datzelfde kapitaal leent van de bank tegen 5% rente, verdient hij 75 miljoen euro (100 minus 5% van die 500). Op zijn eigen inbreng van 500 miljoen euro bedraagt het rendement dan opeens 15%.

²⁵ “De tucht van private equity”, Management Scope, 31 augustus 2007.

Molensteen om de nek

Daar staat tegenover dat de kans op faillissement toeneemt als er teveel met vreemd vermogen wordt gefinancierd. Kaplan en Stein (1993) vinden dat Amerikaanse ondernemingen die in de late jaren tachtig van de beurs zijn verdwenen vaker failliet gaan. Dit komt mogelijk door het financieren met meer risicovolle achtergestelde leningen. In een meer recente studie vinden Wilson, Wright en Altaniar (2009) dat Britse bedrijven met meer schulden meer kans hebben om in betalingsproblemen te komen. Bedrijven die een buyout ondergaan lopen een grotere kans op falen dan andere ondernemingen. Echter er is geen bewijs dat met private equity gefinancierde bedrijven een grotere kans op faillissement hebben in de recente periode 2003-2008. Strömberg (2008) bestudeert Amerikaanse data en toont dat de kans op faillissement van buyout ondernemingen twee maal zo hoog is als de kans op faillissement van beursgenoteerde vennootschappen. Echter de kans op betalingsproblemen is soortgelijk wanneer vergeleken wordt met bedrijven die obligatieleningen hebben uitstaan.

Wanneer de buyout onderneming onverhoopt in betalingsmoeilijkheden komt zijn de verliezen te overzien voor zekergestelde schuldeisers. Citron, Wright, Ball en Rippington (2003) bestuderen buyouts in het Verenigd Koninkrijk die in betalingsproblemen komen. De zekergestelde kredietverschaffers weten gemiddeld 62 % van hun geld terug te krijgen en veel van de ondernemingen worden geherstructureerd en opnieuw doorverkocht. Andrade en Kaplan (1998) vinden dat voor Amerikaanse buyouts die hun betalingsverplichtingen niet na kunnen komen er nog altijd sprake is van even hoge waarde als voorafgaand aan de buyout.

Te veel van iets is nooit goed

De voor- en nadelen van vreemd vermogen leiden tot een bepaald evenwicht tussen eigen en vreemd vermogen. De private equity investeerder is op zoek naar deze waarde-maximaliserende verhouding tussen eigen en vreemd vermogen. Dit betekent dat private equity investeerders de financieringsstructuur zullen aanpassen aan de omstandigheden en toekomstplannen van de onderneming. Indien de onderneming wordt opgezadeld met een te hoge schuldenlast ontstaat het gevaar op betalingsproblemen en faillissement. Dit heeft verstrekken gevolgen, niet alleen voor de aandeelhouders, maar ook voor werknemers, klanten en leveranciers. Het is dus zaak om vooraf na te gaan hoeveel schuld de onderneming kan dragen. Hierbij moeten realistische prognoses worden gemaakt over de toekomstige kasstromen van de onderneming. Dit is ook in het belang van de private equity investeerder. Bij een te hoge schuldenlast wordt immers ook zijn eigen investering vernietigd en de reputatie geschaad.

De huidige kredietcrisis en economische tegenwind kunnen er echter voor zorgen dat een schuldenlast die eerst acceptabel leek achteraf te hoog blijkt te zijn²⁶. De meeste verstrekte leningen kennen een variabele rente met een opslag boven op de rente die banken elkaar in rekening brengen waarbij zo'n 30% van de leningen een looptijd heeft van minder dan vijf jaar (Axelson, Jenkinson, Strömberg en Weisbach, 2007). Dit betekent dat indien deze rente stijgt, de renteverplichtingen verbonden aan de schulden navenant stijgen. Daarnaast bestaat het risico dat de onderneming niet in staat is om haar kasstroom voldoende te verbeteren om haar schulden tijdig af te lossen. In dat geval zal er moeten worden geherfinancierd met de op dat moment geldende marktrente, die hoger kan zijn dan ten tijde van de overname. In dit verband is de kredietcrisis van belang. Mede door de kredietcrisis is de kapitaalmarktrente opgelopen. Dit verhoogt op termijn de variabele rentelast die ondernemingen moeten ophoesten. Daarnaast zijn banken minder bereid om leningen te verstrekken ter financiering van de overnames omdat zij zelf in de problemen zitten.

Als de muziek ophoudt met spelen

Hierdoor zouden in de toekomst ondernemingen die in een aantal jaar geleden hoge schuldenlasten zijn aangegaan in de problemen kunnen komen. Hoogleraar Altman van New York University heeft becijferd dat het in 2009 zo kunnen gaan om zo'n 13% van de bedrijven die in betalingsproblemen komt waarvan slechts een kwart van het schuldbedrag kan worden terugbetaald²⁷. Dit stelt private equity investeerders die nog geld in kas hebben voor de keuze om al dan niet over te gaan tot het verlagen van de schuldenlast van de bedrijven waarin ze geïnvesteerd hebben. Een voorbeeld van een bedrijf dat nu in betalingsproblemen verkeert, is de halfgeleiderproducent NXP, de voormalig dochter van Philips die in 2006 door private equity investeerders KKR en Silver Lake Partners is overgenomen. Het bedrijf kent hoge schulden en een negatieve kasstroom en wil om die reden de schuldenlast verlagen. Schuldeisers met de minste zekerheden krijgen daarbij ongeveer een kwartje voor elke euro die ze destijds aan de onderneming hadden uitgeleend²⁸. Kortom, te veel risicovolle schulden verhogen de kans op faillissement.

²⁶ "Participatiekapitaal en schuldfinanciering", Management Scope, 3 oktober 2008.

²⁷ "Current conditons in global credit markets", presentatie gegeven tijdens het EVCA Investor's Forum te Genève, Zwitserland op 13 maart 2009.

²⁸ "Het kwartje van NXP", Het Financieele Dagblad, 30 maart 2009.

Er dient derhalve zorgvuldig te worden afgewogen tot in hoeverre de portefeuille-onderneming de schuldenlast kan opbrengen. Hierbij dient uitgegaan te worden van realistische prognoses. De huidige ontwikkelingen moeten hierbij nauwlettend in de gaten worden gehouden.

Kritiekpunt 5: Private equity investeerders zijn belastingontduikers

Een ander punt van kritiek is dat private equity investeerders te weinig belasting zouden betalen door handig gebruik te maken van de huidige belastingwetgeving. De rente op de leningen is namelijk fiscaal aftrekbaar. Dit is vergelijkbaar met de hypotheekrente aftrek die een particulier geniet wanneer hij een lening afsluit bij het aanschaffen van zijn woning. Dit roept de vraag op of de belastingbetaler via deze belastingteruggaaf indirect moet bijdragen aan het financieren van overnames door private equity investeerders. Zo maken tegenstanders van private equity melding van een geschatte \$96 miljoen aan belastingaftrek die alleen al door de Amerikaanse private equity investeerder KKR in 2006 werd genoten²⁹. “A tax loophole the size of a Mack truck is right now generating unwarranted and unfair windfalls to a privileged group of money managers. To no one’s surprise, these individuals are driving through the \$12 billion-a-year hole”³⁰. In Nederland wordt geschat dat de Angelsaksische private equity investeerders 400 miljoen euro terug hebben gekregen van de belastingdienst³¹. In sommige landen zoals Denemarken en Duitsland heeft deze maatschappelijke discussie geleid tot maatregelen ter beperking van de fiscale aftrekbaarheid van de rente die op schulden betaald wordt. Sommige private equity fondsen hebben zelfs vrijwillig aangeboden meer belasting te betalen om zo in een beter daglicht te komen te staan³².

De fiscus tillen

Kaplan (1989) toont dat belastingvoordelen een belangrijke rol spelen met een mediaan waarde tussen 13,1% en 129,7% van de overnamepremie, afhankelijk van de gemaakte aannames. Echter zijn bevindingen zijn niet actueel en hebben betrekking op 76 Amerikaanse management buyouts uit de jaren 80.

²⁹ Zie www.warongreed.org

³⁰ “For private equity investment, the party isn’t over”, New York Times, 10 oktober 2007.

³¹ “Stop fiscale trucage private equity”, De Volkskrant, 22 augustus 2008.

³² “Taxing minds – private equity in the spotlight”, The Economist, 21 juni 2007.

Samen met studenten heb ik zijn onderzoek herhaald voor 58 Amerikaanse buyouts de periode 1993-2006. Afhankelijk van gemaakte veronderstellingen ligt het mediaan belastingvoordeel tussen 16.6% en 119.7% van de betaalde overnamepremie. Ook Guo, Hotchkiss en Song (2009) rapporteren dat belastingvoordelen een belangrijke bijdrage leveren aan het rendement van private equity fondsen. Private equity investeerders genieten dus een aanzienlijk belastingvoordeel. Daarnaast betalen private equity huizen in de Verenigde Staten maar 15% belasting op hun inkomsten. Dit percentage ligt aanzienlijk lager dan voor de gemiddelde Amerikaanse werknemer³³.

Echter in deze discussie worden vaak een aantal zaken buiten beschouwing gelaten. Zo moet er in de Verenigde Staten belasting betaald worden indien de aandelen in de onderneming met winst worden doorverkocht, wordt belasting geheven op de rente die de kredietverschaffers ontvangen en dient belasting te worden betaald in geval bedrijfs-onderdelen met boekwinst worden verkocht. Bovendien zal er meer vennootschapsbelasting worden afgedragen indien de onderneming in de toekomst meer winstgevend is. Als hiermee rekening wordt gehouden dan blijkt dat Amerikaanse buyouts in de periode 1979-1985 na de overname gemiddeld 61 procent meer belasting betalen dan daarvoor (Jensen, Kaplan en Stiglin, 1989). Hoewel private equity investeerders zeker gebruik maken van de fiscale aftrekbaarheid van de rente op schulden is er geen eenduidige conclusie te trekken over de effecten die buyouts hebben op de totale belastingopbrengsten. Toekomstig onderzoek naar de deze effecten is gewenst.

³³ Zie www.warongreed.org

4. On the real effects of private equity: New business creation in Europe

In the first part of the address I talked about how the media and policymakers often perceive private equity investors that takeover companies in buy-out transactions as 'fast-buck artists' and 'locusts' that add little value to the companies they invest in. Their response to venture capital could not be more different. This type of private equity is generally viewed as beneficial to firm creation and employment. A recent report issued by the National Venture Capital Association in the US shows that startups backed by venture capitalists since 1970 until 2006 employ 10.4 million workers and generate \$2.3 trillion in sales. This means these firms account for 9.1 percent of the US private sector work force and represent 17.6 percent of GDP³⁴. In addition, venture capital is often seen as an important contributor to the rising leadership of US firms in high technology industries (Gompers and Lerner, 2001). Hoping to rival this success, the European Union stimulates venture capital investment in an attempt to make Europe a hotbed for entrepreneurship (Gilson, 2003)³⁵.

Venture capital is a specialized form of private equity finance usually provided by professional investors to young innovative companies. It takes the form of an equity investment and does not involve debt financing as in the case of buy-outs. Most other investors would be reluctant to finance these type companies because of the lack of collateral and absence of a track record. At the seed / start-up stage there is often only a business plan to evaluate. This makes it difficult to separate the good quality firms from the bad ones. The marketplace resembles the classic lemon's market of Akerlof (1970) which in the extreme case can lead to a market failure with no young start-up firms getting financed.

³⁴ Global Insight, 2007, "*Venture Impact*", rapport.

³⁵ For example, the European Union provides venture capital itself through the High Growth and Innovative SME Facility (GIF), which is part of the Competitiveness and Innovation Programme (CIP). GIF invests into venture capital funds which have an early stage focus and funds with a focus on SMEs with high growth potential in their expansion stage. The GIF venture capital funds are managed for the European Commission by the European Investment Fund (EIF), which is an EU financial body with expertise in making venture capital investments.

Private equity can therefore be viewed as a solution to this ‘missing markets’ problem (Hall and Lerner, 2009) and closes the ‘funding gap’ by providing funds to young, innovative companies that banks are traditionally reluctant to finance. Venture capital has a comparative advantage in overcoming the considerable uncertainty and asymmetric information problems with the entrepreneur by intensively scrutinizing start-up firms before investment (screening) and monitoring them afterwards. Venture capitalists negotiate financing and contract terms that adequately compensate them for the risks involved when investing in these companies.

The active involvement of venture capitalists has been documented to increase innovation measured by patent count (Kortum and Lerner, 2000), reduce the time it takes to bring new products to the market (Hellmann and Puri, 2000), facilitate the professionalization of firm’s human resource policy (Hellmann and Puri, 2002) and increase the probability of replacing poorly performing managers (Gompers, 1995; Hellmann and Puri, 2002). Bottazzi, Da Rin and Hellmann (2008) find that European venture capitalists with general partners that have prior business experience themselves are more active in recruiting managers and directors, helping the firm with follow-on fundraising and interacting with the firm’s management. This active approach contributes to the success of the firms they invest in.

In a joint paper together with Alexander Popov from the European Central Bank I examine the previously unexplored effect of private equity investment on new business creation in Europe (Popov and Roosenboom, 2009). We ask the question whether private equity investment in a particular country or industry stimulates more dynamic entrepreneurial activity in that country or industry, as many European policymakers seem to assume.

If private equity indeed helps to close the funding gap that especially young, start-up companies face we might expect a direct effect of private equity on new business creation. Recent surveys suggest that venture capital indeed plays a crucial role in the development and creation of new European firms. Almost three quarters of seed and start-up companies that have received venture capital, said they would not exist today without having received it ³⁶.

³⁶ EVCA, 2002, “Survey of the economic and social impact of venture capital in Europe”, rapport.

However, private equity can also have indirect effects on entrepreneurial activity via two other mechanisms. First, nascent entrepreneurs may recognize the need for capital in the future and only establish firms when they have reasonably high expectations of obtaining such funding. This implies that not just start-up finance, but later financing stages, like expansion finance, should matter too for firm entry. We therefore use total private equity investment in our main analysis. Second, private equity backed firms may generate more “entrepreneurial spin-outs”, that is, they show a higher propensity of former employees to start their own companies. Gompers, Lerner and Sharfstein (2005) find that venture-backed public firms in Silicon Valley and Massachusetts are the most prolific when it comes to these entrepreneurial spin-outs; examples include Microsoft and Intel. Employees that work for such companies that received venture capital backing are better trained and conditioned to become entrepreneurs than their counterparts working for large bureaucratic employers. They are more exposed to the entrepreneurial process and work in a network of more experienced entrepreneurs and venture capitalists. It is a case of learning by example. Also, buyouts are known to increase the entrepreneurial orientation of firms (Wright, Hoskisson and Busenitz, 2001) and could generate similar effects. Any entrepreneurial spin-outs multiply the direct effect that private equity has on new business creation. It needs to be emphasized that in this paper we only examine empirically the effect of private equity on new business creation, rather than studying the exact channels via which this effect works.

Our study makes two key contributions to the literature. Although there is a large body of empirical literature looking at the effect of finance on firm entry, the vast majority of it has studied the impact of developments in the banking sector on business formation, with mixed results. The second contribution is that we add to the paucity of studies on the effects of private equity on the real economy. We are aware of only one study that has recently examined the effect of venture capital on regional entry in the US (Mollica and Zingales, 2007). However, there is no comprehensive cross-country study addressing this question. Our paper aims to fill this gap.

Data on private equity and new business creation

Figure 3 shows private equity investment as a percentage of GDP for the 16 European countries included in our study for the periods 1998/99 and 2006/2007. Our data on private equity comes from the EVCA yearbooks. It gives a clear idea of the volatility of private equity investment both in aggregate and in relative terms. For example, total investment has decreased by a magnitude of 2 in the Czech Republic (from 0.042 to

0.023) and by a magnitude of 6.5 in Greece (from 0.027 to 0.004), but it has almost tripled in the UK (from 0.465 to 1.215), quadrupled in Sweden (from 0.2 to 0.82) and increased by a magnitude of 12 in Denmark (from 0.029 to 0.353).

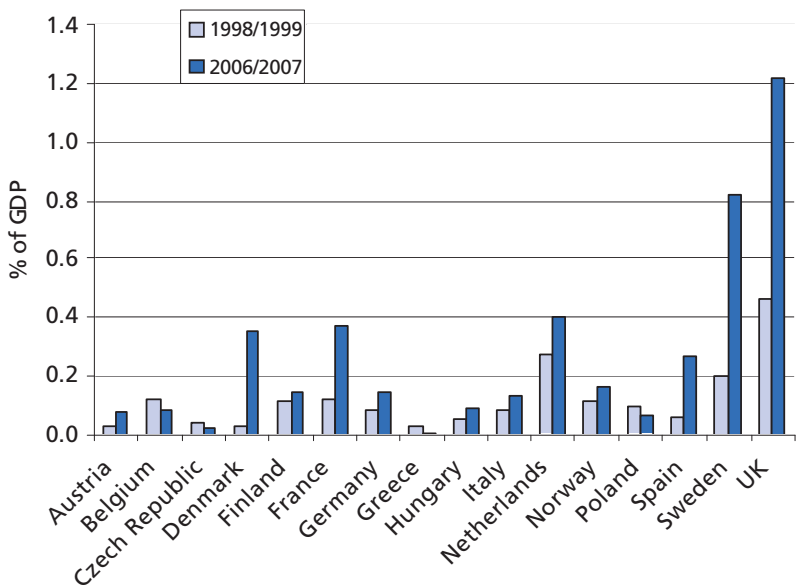


Figure 3: Private equity investments as a percentage of Gross Domestic Product (GDP) averaged for the years 1998/99 and 2006/2007.

The firm-level data comes from the Amadeus database. Amadeus is a commercial pan-European database provided by Bureau van Dijk, containing financial information on over 10 million public and private companies in 38 European countries. Amadeus provides firm-level information on year of incorporation. We use the former to calculate the age of the firm, hence the share of ‘new’ firms in each industry-country-year. Amadeus uses the 3-digit NACE industry classification standard, which we aggregate at the 2-digit level in order to have a sufficient number of firms in each industry for each country.

The variable we create is referred to as $Entry_{ij}$, and it denotes the share of firms less than 2-years old in country i in industry j , calculated separately for 1998-1999 in the main regressions, and for 2006-2007 in the robustness tests that we run. Figure 4 summarizes our main Amadeus data, aggregated at the country level, for the two time periods of interest.

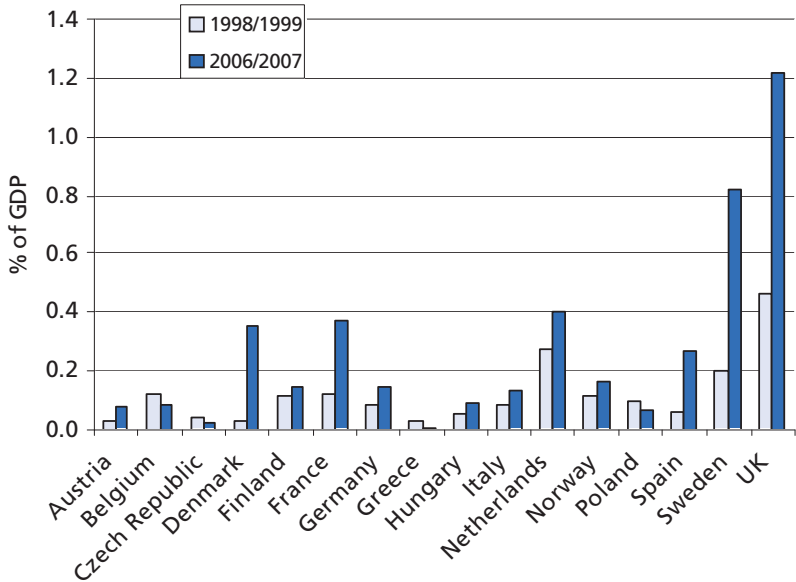


Figure 4: New firms (<2 years old) as a percentage of all firms, averaged for 1998/99 and 2006/2007.

As a benchmark for new business incorporation into an industry, we use data on firm entry in the respective NACE rev. 1.1 2-digit industry in the US, from the Dun and Bradstreet database of over 7 million corporations over the period 1998-1999. The methodology of using US industry characteristics as a benchmark in cross-country cross-industry studies was first introduced by Rajan and Zingales (1998), who argued that the composition of US industries in terms of external finance usage can be viewed as the industries' 'natural' or 'technological' composition, because US financial markets are relatively friction-free, compared with other financial markets around the world, including most industrial countries. This relies on the assumption that bureaucratic barriers to entry are lower there than in any country in Europe, and that the cost of

financial intermediation and start-up financing is sufficiently lower in the US than in Europe as a whole. This technique does not argue that industries in the US have achieved the first best in terms of entry, but that the financial and regulatory environment is relatively more conducive to entry than the countries in our sample. For example, while entry costs in the US are around 0.5% of per capita GNP, in our sample of European countries they are on average around 20% (Klapper, Laeven and Rajan, 2006).

Cross-industry cross-country model

We use a cross-industry cross-country regression as our main empirical model:

$$Entry_{ij} = \beta_0 + \beta_1(PE_i * EntryUS_j) + \beta_2(X_i * Z_j) + \beta_3D_i + \beta_4D_j + \varepsilon_{ij} \quad (1)$$

where $Entry_{ij}$ denotes the share of firms less than 2-years old in country i in industry j ; PE_i denotes private equity investment in country i , normalized by the country's GDP and measured as total volume or disaggregated by stage; $EntryUS_j$ denotes the "natural" industry entry rate in industry j , as measured using US data; X_i is a vector of country characteristics; Z_j is a vector of industry characteristics; D_i is a matrix of country dummies; D_j is a matrix of industry dummies; and ε_{ij} is the idiosyncratic error.

This specification has become very popular in the finance and growth literature because it alleviates the small sample problem of cross-country regressions, and it allows for eliminating the effect of unobservables characteristics of the business environment by including country dummies. Industry indicator variables are also included to account for unobservable industry-specific effects. Critically, we are interested in the magnitude and statistical significance of the estimate of β_1 . This interaction term measures the effect of private equity investment on new business incorporation accounting for the industry's 'technological' entry rate. If private equity investment makes it easier for firms to enter the market, that effect is expected to be larger in industries in which there are high 'natural' entry rates. Hence, we expect the sign of β_1 to be positive. Note that we are not able to identify the direct effect of PE investment and of the industry's "natural" entry rate, as those are fully captured by the two sets of fixed effects.

It has become regular practice in the finance and growth literature to account for potential convergence effects (that is, the fact the larger sectors may have naturally lower entry rates) by controlling for the industry share (see, for example, Cetorelli and

Strahan, 2006). We proxy this by the fraction of industry sales out of total sales in the country as reported in the Amadeus database. Finally, in the main empirical exercise, we use average data for 1998-1999. However, our results are robust to using data from 2006-2007.

Private equity positively impacts firm entry

In Table 1, column (i) we present the basic OLS regression when private equity investment (as reported by EVCA) is aggregated by country of destination. The coefficient on the interaction term is significantly positive, implying that relative entry into industries with naturally higher entry is disproportionately higher in countries with large levels of private equity investment, normalized by GDP. What the coefficient means numerically is the following: let us take a high entry-industry (at the 75th percentile of entry) and a low-entry industry (at the 25th percentile), and let us take two countries which score high (75th percentile) and low on private equity (25th percentile). The two countries in mind are Hungary (low) and Denmark (high), with the difference between the two being 0.859. Then, the estimated coefficient implies that the difference in entry rates between the high-entry and the low-entry industry are 0.44 percentage points higher in Denmark than in Hungary. Thus, all else equal, an entrepreneur envisioning starting a firm in a high-entry industry is to a larger degree better off by operating in Denmark rather than in Hungary, than an entrepreneur who wants to enter a low-entry industry. It is also useful to think of it in terms of the actual variations in entry rates between the 75th percentile and a 25th percentile industry which is 8%. Hence, private equity accounts for 5.5% of that difference. This simple empirical test shows that first, private equity investment has a real effect through firm creation. Second, the magnitude of increasing private equity investment by two standard deviations in our 16-country sample is about half of the effect of lowering entry barriers by two standard deviations in the 24-country sample used by Klapper, Laeven and Rajan (2006).

In the rest of the columns of Table 1, we test the basic result using different methodologies and sample specifications. In column (ii), we account for left and right censoring by replacing the OLS specification with a Tobit one. The rationale behind this is that entry rates are left-truncated at 0 and right-truncated at 1. The coefficient of the interaction term does not change, however, it becomes statistically significant at the 1% level. Next, we exclude the sub-sample of transition countries (column (iii)). The 1990s were a vibrant period in the economic history of Central Europe in terms of

privatization, and we would like to eliminate the possibility that a large number of new private firms are actually old state-owned firms which have been counted only after they became private. Our results are robust to the exclusion of these countries, but the magnitude of the coefficients and the resulting numerical effect decreases slightly. We also look at the effect of private equity on incorporation of small firms only (less than 10 employees, column (iv)). The reason for that is that our effect so far could be upward biased by the fact that some of the 'new' firms in our sample may in fact be the result of M&A. We find that the difference in small firm entry rates between a high- and a low-entry industry (75th percentile vs. 25th percentile) is 4.6%, and so a coefficient of 0.263 implies that differences in private equity investment explains about 9.5% of the mean difference. We can thus conclude that private equity has a real effect on firm creation, and this effect is strongest for small new firms. These results are confirmed when we use data from the more recent period 2006/2007.

| | (i) OLS | (ii) Tobit | (iii) Tobit | (iv) OLS |
|--------------------------------------|--------------------|---------------------|--------------------------------|--------------------|
| Fraction of new firms | | | | |
| | PE investment | PE investment | Excluding transition economies | Small firms only |
| Industry share | -0.005 (0.09) | -0.005 (0.109) | 0.156 (0.116) | -0.026 (0.055) |
| Entry _{US} * Private equity | 0.300 (0.112)** | 0.300 (0.078)*** | 0.189 (0.079)** | 0.263 (0.117)** |
| Observations | 571 | 571 | 471 | 571 |
| R ² | 0.60 | | | 0.56 |

Table 1 – Private equity and firm entry. The reported estimates are from OLS regressions (columns (i) and (iv)) and from a Tobit regression (columns (ii) and (iii)). The dependent variable is the ratio of all new firms to total firms (in columns (i)-(iii)) and the ratio of all new firms with less than 10 employees to total firms (column (iv)). Industry share is the ratio of industry sales to total sales by all industries in each country. Entry_{US} is the ratio of new firms to total firms in the US, by 2-digit NACE rev. 1.1. Private equity measures actual private equity investment at the country level, normalized by GDP, averaged for 1998-1999. All regressions include a constant, 2-digit industry dummies and country dummies, not reported. White's heteroskedasticity corrected standard errors standard errors are reported in parentheses. ***, **, and * report significance at the 1%, 5% and 10% level, respectively.

Venture capital and independent funds generate more firm entry

Further tests also show that the broad traditional measure of venture capital (seed+start-up+expansion) has an economically and statistically significant effect on new business incorporation. Buy-outs do not seem to have a huge impact. In addition, our results show all the effect of private equity investment on new business entry comes from investment by independent investors, while the effect of captive, semi-captive and public funds is at best non-existent. This is consistent with the findings of Bottazzi, Da Rin and Hellmann (2008) who document that independent venture capitalists play a more pronounced role in corporate governance and monitoring of the companies they finance, than bank-dependent and governmental funds which often serve only as bridge investors. This implies that indeed the positive effects of risk capital finance on new business creation are only realized when the right structure of monitoring and incentives is implemented.

5. Conclusion and future research agenda

Private equity has become an increasingly important part of our economy. For example, in the Netherlands the companies owned by private equity investors account for a substantial percentage of Gross Domestic Product (GDP) and private sector employment. The same is true in the US and many other European countries. These investors have recently been under fire in the media when they take over companies. Private equity investors are at best seen as 'kings of capitalism'³⁷ and at worst as 'barbarians' and 'weapons of mass destruction'³⁸. The first part of this address contrasts this negative press with what we know about the real effects of private equity from academic studies. In general, private equity seems to be much more negatively written about in the media than is warranted based on recent empirical evidence.

However, the jury is still out on a large number of issues that deserve further attention. First, there is a need to open up the black box of private equity and better understand how these investors work. The European Union has plans to introduce rules which will force private equity investors to be more transparent, making private equity a little bit less private, which enables future research to more closely look inside the black box. Second, there is a need to better understand how private equity impacts the total tax revenue of a country. It is clear that private equity makes use of a tax deductibility of interest. However, there are many other tax implications involved that have not been investigated empirically. Third, there is a need to investigate the impact of private equity at the industry and country level. We know surprisingly little about these real effects of private equity, even though it is important for policymakers to know before introducing rules to limit private equity takeovers in their country. I plan to look into these wider effects of private equity as part of my future research agenda.

In the second part of the address I discussed one of my recent papers that has taken a first step to investigate one of these real effects of private equity. In particular, we look at the impact of private equity on new business creation in Europe. We report that private equity positively impacts the number of start-up firms at the country and industry level.

³⁷ "The new kings of capitalism", *The Economist*, 24 november 2004.

³⁸ "Private equity: The barbarians are coming, again", *The Economist*, 30 juni 2009; 'Private equity set to become a weapon of mass destruction', *Financial Times*, 5 juli 2009.

Especially the availability of venture capital to finance these new ventures has a positive impact on new business creation. We are currently working on other projects that investigate the real effect of private equity, and in particular venture capital, on innovation again at the industry and country level. Another project will focus on intra-industry effects; i.e. how other firms in the same industry respond to the news that another firm in their industry has been taken over by a private equity investor.

Dankwoord

Aan het einde van de oratie is het gebruikelijk een dankwoord uit te spreken. Ik maak dan ook graag van deze gelegenheid gebruik.

Geacht College van Bestuur, College van Dekanen, Vereniging Trustfonds Erasmus Universiteit en leden van mijn benoemingscommissie,

Ik dank u voor het in mij gestelde vertrouwen. Met veel genoegen aanvaard ik de leerstoel Entrepreneurial Finance en Private Equity. Ik zal mijn uiterste best doen om de mij toevertrouwde taak zo goed mogelijk te vervullen.

Zeergeleerde Moerland, Beste Piet,

Als promotor heb je mede de basis gelegd voor mijn academische loopbaan. Je bent een baken van kennis over goed ondernemingsbestuur. De manier waarop je als bestuursvoorzitter van de Rabobank deze kennis in praktijk brengt heeft grote indruk op mij gemaakt.

Distinguished Professor Kabir, Dear Rez,

My academic career started in 1998 when you asked me to become a PhD student. You showed me the way, but at the same time allowed me enough freedom to find my own. My first milestone was a joint publication with you in the Journal of Corporate Finance in 2003. The experience of having your first paper published is unforgettable in a researcher's life. Thank you for this and for all your support over the years. I hope in the future we can renew our research co-operation.

Hooggeleerde Verbeek, Beste Marno

In 2002 was jij degene met wie ik mijn sollicitatiegesprek had. Na ons gesprek belde je al heel snel terug met een aanbod om in Rotterdam te komen werken. Ik wil je daarom op deze wijze nogmaals hartelijk danken voor de geboden kansen en het vertrouwen.

Hooggeleerde de Jong, Beste Abe

In 2002 ben ik mede op jouw aanraden begonnen in Rotterdam. Daarna hebben we veelvuldig samengewerkt aan verschillende onderzoeksprojecten en bij het begeleiden van promovendi. Ik wil je hartelijk danken voor al die jaren van goede samenwerking en hoop dit in de toekomst voort te zetten.

Distinguished colleagues in the Finance Department and Accounting & Control Department at RSM Erasmus University, co-authors and PhD students,

Thank you for providing me with an inspiring working environment. You make it a joy to come into office. Nowadays, doing research has become a team effort. I have been fortunate to be a member of many teams in both finance and accounting. There are so many of you who I have co-authored papers with over the years that the list has grown too lengthy to thank everybody here individually. However, be assured that it has been my privilege to work with you all.

Lieve Familie,

Het spreekwoord luidt 'een goed begin is het halve werk'. Dat goede begin heb ik zeker gehad. Ik heb het geluk gehad te zijn opgegroeid in een liefdevol gezin dat mij heeft laten zien welke dingen in het leven echt belangrijk zijn.

Lieve Zenlin,

Jij bent pas later in mijn leven gekomen maar ik zou me een toekomstig leven zonder jou niet kunnen indenken. Je bent voor mij een onuitputtelijke bron van liefde en geluk.

Ik heb gezegd.

Literatuur

- Acharya, V.V., M. Hahn en C. Kehoe, 2009, Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity, manuscript, London Business School.
- Acharya, V.V., C. Kehoe en M. Reyner, 2009, "Private Equity versus Plc Boards in the UK: A Comparison of Practices and Effectiveness", *Journal of Applied Corporate Finance* 21, 45-56.
- Akerlof, G.A., 1970, "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics* 84, 488-500.
- Amess, K., 2002, "Management Buyouts and Firm-Level Productivity: Evidence from a Panel of UK Manufacturing Firms", *Scottish Journal of Political Economy* 49, 304-317.
- Amess, K., 2003, "The Effects of Management Buyouts and on Firm-Level Technical Efficiency: Evidence from a Panel of UK Machinery and Equipment Manufacturers", *Journal of Industrial Economics* 51, 35-44.
- Amess, K. en M. Wright, 2007, "The Wage and Employment Effects of Leveraged Buyouts in the UK", *International Journal of the Economics and Business* 14, 179-195.
- Andrade, G. en S. Kaplan, 1998, "How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed", *Journal of Finance* 53, 1443-1493.
- Axelsson, U., T. Jenkinson, P. Strömberg en M.S. Weisbach, 2007, The Financing of Large Buyouts: An Empirical Analysis, manuscript, Swedish Institute for Financial Research.
- Botazzi, L., M. Da Rin en T. Hellmann, 2008, "Who Are the Active Investors? Evidence from Venture Capital", *Journal of Financial Economics* 89, 488-512.
- Bruining, H., P. Boselie, M. Wright en N. Bacon, 2005, "The Impact of Business Ownership Change on Employee Relations: Buyouts in the UK and the Netherlands", *International Journal of Human Resource Management* 16, 345-365.

- Bruining, H. en M. Wright, 2002, "Entrepreneurial Orientation in Management Buyouts and the Contribution of Venture Capital", *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance* 4, 147-168.
- Bull, I., 1989, "Financial Performance of Leveraged Buyouts: An Empirical Analysis", *Journal of Business Venturing* 4, 263-279.
- Cao, J. en J. Lerner, 2009, "The Performance of Reverse Leveraged Buyouts", *Journal of Financial Economics* 91, 139-157.
- Cetorelli, N. en P.E. Strahan, 2006, "Finance as a Barrier to Entry: Bank Competition and Industry Structure in Local U.S. Markets", *Journal of Finance* 61, 437-461.
- Chapman, J.L. en P.G. Klein, 2009, Value Creation in Middle-Market Buyouts: A Transaction-Level Analysis, manuscript, University of Missouri.
- Citron, D., M. Wright, R. Ball en F. Rippington, 2003, "Secured Creditor Recovery Rates from Management Buyouts in Distress", *European Financial Management* 9, 141-162.
- Cotter, J.F. en S. Peck, 2001, "The Structure of Debt and Active Equity Investors: The Case of the Buyout Specialist", *Journal of Financial Economics* 59, 101-147.
- Cornelli, F. en O. Karakas, 2008, Private Equity and Corporate Governance: Do LBOs have More Effective Boards?, manuscript, London Business School.
- Cressy, R., F. Munari en A. Malipiero, 2007, "Playing to their Strengths? Evidence that Specialization in the Private Equity Industry Confers Competitive Advantage", *Journal of Corporate Finance* 13, 647-669.
- Davis, S. J., J. Haltiwanger, R. Jarmin, J. Lerner en J. Miranda, 2009, Private Equity and Employment, manuscript, US Census Bureau Center for Economic Studies.
- Eckbo, B.E. en K.S. Thorburn, 2008, Corporate Restructuring: Breakups and LBOs, manuscript, Tuck School of Business.

- Gilson, R. J., 2003, "Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience", *Stanford Law Review* 55, 1067-1103.
- Gompers, P.A., 1995, "Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital", *Journal of Finance* 50, 1461-1489.
- Gompers, P.A. en J. Lerner, 2001, "The Venture Capital Revolution", *Journal of Economic Perspectives* 15, 145-168.
- Gompers, P.A., J. Lerner en D.S. Scharfstein, 2005, "Entrepreneurial Spawning: Public Corporations and the Formation of New Ventures, 1986-1999", *Journal of Finance* 60, 577-614.
- Guo, S., E.S. Hotchkiss en W. Song, 2009, Do Buyouts (Still) Create Value?, manuscript, Boston College.
- Hall, B.H. en J. Lerner, 2009, "The Financing of R&D and Innovation", in: *Elsevier Handbook of the Economics of Innovation*, B.H. Hall and N. Rosenberg (redactie), binnenkort verschijnend.
- Harris, R., D. Siegel en M. Wright, 2005, "Assessing the Impact of Management Buyouts on Economic Efficiency: Plant-level Evidence from the United Kingdom", *Review of Economics and Statistics* 87, 148-153.
- Heel, J. en C. Kehoe, 2005, "Why Some Private Equity Firms Do Better Than Others", *McKinsey Quarterly*, nummer 1, 24-26.
- Hellmann, T. en M. Puri, 2000, "The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital", *Review of Financial Studies* 13, 959-984.
- Hellmann, T. en M. Puri, 2002, "Venture Capital and the Professionalization of Start-up firms: Empirical Evidence", *Journal of Finance* 57, 169-197.
- Jensen, M., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review* 76, 323-329.

- Jensen, M., S.N. Kaplan en L. Stiglin, 1989, Effects of LBOs on Tax Revenues of the US Treasury, manuscript, Harvard Business School.
- Kaplan, S.N, 1989, "Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value", *Journal of Finance* 44, 611-632.
- Kaplan, S.N. en J.C. Stein, 1993, "The Evolution of Buyout Pricing and Financial Structure in the 1980s", *Quarterly Journal of Economics* 108, 313-357.
- Klapper, L., L. Laeven en R. Rajan, 2006, "Entry Regulation as a Barrier to Entrepreneurship", *Journal of Financial Economics* 82, 591-629.
- Kortum, S. en J. Lerner, 2000, "Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation", *Rand Journal of Economics* 31, 674-692.
- Lichtenberg, F.R. en D.S. Siegel, 1990, "The Effect of Leveraged Buyouts on Productivity and Related Aspects of Firm Behavior", *Journal of Financial Economics* 27, 165-194.
- Magowan, P.A., 1989, "The Case for LBOs: The Safeway Experience", *California Management Review* 32, 9-18.
- Mankins, M., 2007, "Borrowing from the Private Equity Playbook" in The HBR List: Breakthrough Ideas for 2007, *Harvard Business Review*, Cambridge, Mass.
- Mollica, M., en L. Zingales, 2007, The Impact of Venture Capital on Innovation and the Creation of New Businesses, manuscript, University of Chicago.
- Nathusius, E. en A-K. Achleitner, 2009, Angels or Demons? Evidence on the Impact of Private Equity Firms on Employment, manuscript, Center for Entrepreneurial and Financial Studies.
- Nikoskelainen, E. en M. Wright, 2007, "The Impact of Corporate Governance Mechanisms on Value Increase in Leveraged Buyouts", *Journal of Corporate Finance* 13, 511-537.
- Popov, A. en P. Roosenboom, 2009, On the Real Effects of Private Equity: Evidence from New Business Creation, manuscript, ECB.

- Rajan, R. en L. Zingales, 1998, "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review* 88, 559-586.
- Seth, A. en J. Easterwood, 1993, "Strategic Redirection in Large Management Buyouts: The Evidence from Post-Buyout Restructuring Activity", *Strategic Management Journal* 14, 251-273.
- Smit, H.T.J., 2004, "Waarde en Ontwikkeling van Buyouts", *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 79, 32-41.
- Smit, T.H.J. en W. van den Berg, 2007, "De Private-equity Golf", *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 81, 303-311.
- Strömberg, P., 2008, The New Demography of Private Equity, manuscript, Swedish Institute for Financial Research.
- Vinten, F., 2007, The Performance of Private Equity Buyout Fund Owned Firms, manuscript, Copenhagen Business School.
- Wiersema, M.F. en J.P. Liebeskind, 1995, "The Effects of Leveraged Buyouts on Corporate Growth and Diversification in Large Firms", *Strategic Management Journal* 16, 447-460.
- Wilson, N., M. Wright en A. Altanlar, 2009, Private Equity, Buyouts, Leverage and Failure, manuscript, Nottingham University Business School.
- Wright, M., J. Gilligan and K. Amess, 2008, "The Economic Impact of Private Equity: What We Know and What We Would Like to Know", *Venture Capital*, binnenkort verschijnd.
- Wright, M., R.E. Hoskisson en L.W. Busenitz, L.W., 2001, "Firm Rebirth: Leveraged Buyouts as Facilitators of Strategic Growth and Entrepreneurship", *Academy of Management Executive* 15, 111-125.
- Wright, M., S. Thompson, en K. Robbie, 1992, "Venture Capital and Management-led Leveraged Buyouts: A European Perspective" *Journal of Business Venturing* 7, 47-71.

Wright, M., N. Wilson, K. Robbie en C. Ennew, 1996, "An Analysis of Management Buyout Failure", *Managerial and Decision Economics* 17, 57-70.

Erasmus Research Institute of Management - ERIM

Inaugural Addresses Research in Management Series

ERIM Electronic Series Portal: <http://hdl.handle.net/1765/1>

Balk, B.M., *The residual: On monitoring and Benchmarking Firms, Industries and Economies with respect to Productivity*, 9 November 2001, EIA-07-MKT, ISBN 90-5892-018-6, <http://hdl.handle.net/1765/300>

Benink, H.A., *Financial Regulation; Emerging from the Shadows*, 15 June 2001, EIA-02-ORG, ISBN 90-5892-007-0, <http://hdl.handle.net/1765/339>

Bleichrodt, H., *The Value of Health*, 19 September 2008, EIA-2008-36-MKT, ISBN/EAN 978-90-5892-196-3, <http://hdl.handle.net/1765/13282>

Boons, A.N.A.M., *Nieuwe Ronde, Nieuwe Kansen: Ontwikkeling in Management Accounting & Control*, 29 September 2006, EIA-2006-029-F&A, ISBN 90-5892-126-3, <http://hdl.handle.net/1765/8057>

Brounen, D., *The Boom and Gloom of Real Estate Markets*, 12 December 2008, EIA-2008-035-F&A, ISBN/EAN 978-90-5892-194-9, <http://hdl.handle.net/1765/14001>

Bruggen, G.H. van, *Marketing Informatie en besluitvorming: een inter-organisatoneel perspectief*, 12 October 2001, EIA-06-MKT, ISBN 90-5892-016-X, <http://hdl.handle.net/1765/341>

Commandeur, H.R., *De betekenis van marktstructuren voor de scope van de onderneming*, 05 June 2003, EIA-022-MKT, ISBN 90-5892-046-1, <http://hdl.handle.net/1765/427>

Dale, B.G., *Quality Management Research: Standing the Test of Time*; Richardson, R., *Performance Related Pay – Another Management Fad?*; Wright, D.M., *From Downsize to Enterprise: Management Buyouts and Restructuring Industry*. Triple inaugural address for the Rotating Chair for Research in Organisation and Management. March 28 2001, EIA-01-ORG, ISBN 90-5892-006-2, <http://hdl.handle.net/1765/338>

Dekimpe, M.G., *Veranderende datasets binnen de marketing: puur zegen of bron van frustratie?*, 7 March 2003, EIA-17-MKT, ISBN 90-5892-038-0, <http://hdl.handle.net/1765/342>

Dijk, D.J.C. van, *“Goed nieuws is geen nieuws”*, 15 November 2007, EIA-2007-031-F&A, ISBN 90-5892-157-4, <http://hdl.handle.net/1765/10857>

Dissel, H.G. van, *“Nut en nog eens nut” Over retoriek, mythes en rituelen in informatiesysteemonderzoek*, 15 February 2002, EIA-08-LIS, ISBN 90-5892-018-6, <http://hdl.handle.net/1765/301>

Dul, J., *“De mens is de maat van alle dingen” Over mensgericht ontwerpen van producten en processen.*, 23 May 2003, EIA-19-LIS, ISBN 90-5892-038-X, <http://hdl.handle.net/1765/348>

Ende, J. van den, *Organising Innovation*, 18 september 2008, EIA-2008-034-ORG, ISBN 978-90-5892-189-5, <http://hdl.handle.net/1765/13898>

Groenen, P.J.F., *Dynamische Meerdimensionale Schaling: Statistiek Op De Kaart*, 31 March 2003, EIA-15-MKT, ISBN 90-5892-035-6, <http://hdl.handle.net/1765/304>

Hartog, D.N. den, *Leadership as a source of inspiration*, 5 October 2001, EIA-05-ORG, ISBN 90-5892-015-1, <http://hdl.handle.net/1765/285>

Heck, E. van, *Waarde en Winnaar; over het ontwerpen van elektronische veilingen*, 28 June 2002, EIA-10-LIS, ISBN 90-5892-027-5, <http://hdl.handle.net/1765/346>

- Heugens, Pursey P.M.A.R., *Organization Theory: Bright Prospects for a Permanently Failing Field*, 12 September 2008, EIA-2007-032-ORG, ISBN/EAN 978-90-5892-175-8, <http://hdl.handle.net/1765/13129>
- Jong, A. de, *De Ratio van Corporate Governance*, 6 October 2006, EIA-2006-028-F&A, ISBN 90-5892-128-X, <http://hdl.handle.net/1765/8046>
- Kaptein, M., *De Open Onderneming, Een bedrijfsethisch vraagstuk*, and Wempe, J., *Een maatschappelijk vraagstuk*, Double inaugural address, 31 March 2003, EIA-16-ORG, ISBN 90-5892-037-2, <http://hdl.handle.net/1765/305>
- Knippenberg, D.L. van, *Understanding Diversity*, 12 October 2007, EIA-2007-030-ORG, ISBN 90-5892-149-9, <http://hdl.handle.net/1765/10595>
- Kroon, L.G., *Opsporen van sneller en beter. Modelling through*, 21 September 2001, EIA-03-LIS, ISBN 90-5892-010-0, <http://hdl.handle.net/1765/340>
- Magala, S.J., *East, West, Best: Cross cultural encounters and measures*, 28 September 2001, EIA-04-ORG, ISBN 90-5892-013-5, <http://hdl.handle.net/1765/284>
- Meijs, L.C.P.M., *The resilient society: On volunteering, civil society and corporate community involvement in transition*, 17 September 2004, EIA-2004-024-ORG, ISBN 90-5892-000-3, <http://hdl.handle.net/1765/1908>
- Oosterhout, J., *Het disciplineringsmodel voorbij; over autoriteit en legitimiteit in Corporate Governance*, 12 September 2008, EIA-2007-033-ORG, ISBN/EAN 978-90-5892-183-3, <http://hdl.handle.net/1765/13229>
- Osselaer, S.M.J. van, *Of Rats and Brands: A Learning-and-Memory Perspective on Consumer Decisions*, 29 October 2004, EIA-2003-023-MKT, ISBN 90-5892-074-7, <http://hdl.handle.net/1765/1794>
- Pau, L-F., *The Business Challenges in Communicating, Mobile or Otherwise*, 31 March 2003, EIA-14-LIS, ISBN 90-5892-034-8, <http://hdl.handle.net/1765/303>

- Peccei, R., *Human Resource Management And The Search For The Happy Workplace*. January 15, 2004, EIA-021-ORG, ISBN 90-5892-059-3, <http://hdl.handle.net/1765/1108>
- Pelsser, A.A.J., *Risico en rendement in balans voor verzekeraars*. May 2 2003, EIA-18-F&A, ISBN 90-5892-041-0, <http://hdl.handle.net/1765/872>
- Rotmans, J., *Societal Innovation: between dream and reality lies complexity*. June 3 2005, EIA-2005-026-ORG, ISBN 90-5892-105-0, <http://hdl.handle.net/1765/7293>
- Smidts, A., *Kijken in het brein, Over de mogelijkheden van neuromarketing*, 25 October 2002, EIA-12-MKT, ISBN 90-5892-036-4, <http://hdl.handle.net/1765/308>
- Smit, H.T.J., *The Economics of Private Equity*, 31 March 2003, EIA-13-LIS, ISBN 90-5892-033-X, <http://hdl.handle.net/1765/302>
- Stremersch, S., *Op zoek naar een publiek....*, April 15 2005, EIA-2005-025-MKT, ISBN 90-5892-084-4, <http://hdl.handle.net/1765/1945>
- Verbeek, M., *Onweerlegbaar bewijs? Over het belang en de waarde van empirisch onderzoek voor financierings- en beleggingsvraagstukken*, 21 June 2002, EIA-09-F&A, ISBN 90-5892-026-7, <http://hdl.handle.net/1765/343>
- Waarts, E., *Competition: an inspirational marketing tool*, 12 March 2004, EIA-2003-022-MKT, ISBN 90-5892-068-2, <http://ep.eur.nl/handle/1765/1519>
- Wagelmans, A.P.M., *Moeilijk Doen Als Het Ook Makkelijk Kan, Over het nut van grondige wiskundige analyse van beslissingsproblemen*, 20 September 2002, EIA-11-LIS, ISBN 90-5892-032-1, <http://hdl.handle.net/1765/309>
- Wynstra, J.Y.F., *Inkoop, Leveranciers en Innovatie: van VOC tot Space Shuttle*, February 17 2006, EIA-2006-027-LIS, ISBN 90-5892-109-3, <http://hdl.handle.net/1765/7439>
- Yip, G.S., *Managing Global Customers*, 19 June 2009, EIA-2009-038-STR, ISBN 90-5892-213-7, <http://hdl.handle.net/1765/15827>

Peter Roosenboom is Professor of Entrepreneurial Finance and Private Equity at RSM Erasmus University. He holds a PhD in finance from Tilburg University (2002). His research and teaching interests include entrepreneurial finance, private equity, financial accounting and corporate governance. His work has been published in leading international journals such as the *Journal of Corporate Finance*, *Contemporary Accounting Research* and the *Journal of Banking & Finance*.

He is also a member of the Governing Board of PEREP_Analytics, a data collection platform of the European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA). In the first part of this inaugural address he confronts the negative press on takeovers by private equity investors with the academic literature on the effects of these private equity buy-outs. In the second part he discusses his recent research on the real effects of private equity, and in particular venture capital, on new business creation at the country and industry level.

The Erasmus Research Institute of Management (ERIM) is the Research School (Onderzoekschool) in the field of management of the Erasmus University Rotterdam. The founding participants of ERIM are Rotterdam School of Management (RSM), and the Erasmus School of Economics (ESE). ERIM was founded in 1999 and is officially accredited by the Royal Netherlands Academy of Arts and Sciences (KNAW). The research undertaken by ERIM is focused on the management of the firm in its environment, its intra- and interfirm relations, and its business processes in their interdependent connections.

The objective of ERIM is to carry out first rate research in management, and to offer an advanced doctoral programme in Research in Management. Within ERIM, over three hundred senior researchers and PhD candidates are active in the different research programmes. From a variety of academic backgrounds and expertises, the ERIM community is united in striving for excellence and working at the forefront of creating new business knowledge.

Inaugural Addresses Research in Management contain written texts of inaugural addresses by members of ERIM. The addresses are available in two ways, as printed hardcopy booklet and as digital fulltext file through the ERIM Electronic Series Portal.

ISBN 978-90-5892-221-2

Erasmus Research Institute of Management - ERIM

Erasmus Research Institute of Management - ERIM
Rotterdam School of Management (RSM)
Erasmus School of Economics (ESE)
P.O. Box 1738, 3000 DR Rotterdam
The Netherlands

Tel. +31 10 408 11 82
Fax +31 10 408 96 40
E-mail info@erim.eur.nl
Internet www.erim.eur.nl